

**FGV DIREITO SP**  
**MESTRADO PROFISSIONAL**  
**DIREITO TRIBUTÁRIO – TURMA 4 (2016)**

**TRIBUTAÇÃO DE OPERAÇÕES NO MERCADO DOMÉSTICO DE EQUITY CROWDFUNDING**

**Daniela Beretta Marçal**

Projeto de dissertação de mestrado apresentado  
ao Mestrado Profissional da FGV Direito SP

Orientadora: **Tathiane Piscitelli**

SÃO PAULO

2016

## 1. Delimitação do tema e tratamento pretendido

O trabalho pretende examinar as possíveis implicações tributárias para o investidor no mercado doméstico de Equity Crowdfunding.

Crowdfunding é um termo guarda-chuva para descrever o uso de pequenos montantes obtidos de um grande número de indivíduos<sup>1</sup> ou organizações, para financiar um projeto, um negócio ou empréstimo pessoal, e outras necessidades por meio de uma plataforma online baseada na web<sup>2</sup>.

Para fins de delimitação do nosso objeto de investigação, pretendemos utilizar a terminologia adotada pelo Departamento de Pesquisa da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO)<sup>3</sup>, de acordo com o qual o Crowdfunding pode ser classificado nas categorias (i) sem contrapartida financeira (Community Crowdfunding) – dentre as quais estão os modelos baseados em (i.i) doação (Donation Crowdfunding) ou em (i.ii) recompensa (Reward Crowdfunding) – e (ii) com contrapartida financeira (Financial Return Crowdfunding) – onde estão situados os modelos baseados em (ii.i) empréstimo (Peer-to-Peer Lending) e (ii.ii) participação (Equity Crowdfunding).

No presente estudo, a análise ficará adstrita aos mecanismos mais utilizados no País para as captações em ambiente virtual de plataforma, de acordo com a Associação Brasileira de Equity Crowdfunding<sup>4</sup> – quais sejam, (i) notas conversíveis<sup>5</sup>, por meio das quais o investidor aporta recurso na empresa investida na forma de empréstimo, com a opção de converter esse crédito em participação no capital social da empresa investida; e (ii) contratos de investimento coletivo, por meio dos quais são captados recursos dos investidores, para aplicação em determinado empreendimento, gerando direito de participação, parceria ou remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

No que concerne aos investidores, pretendemos classificá-los como (i) pessoa física; (ii) pessoa jurídica sujeita ao (ii.i) lucro real; (ii.ii) presumido ou arbitrado; (ii.iii) Simples

---

<sup>1</sup> O termo *Crowdfunding* advém da junção das palavras financiamento (*funding*) pela multidão (*crowd*) e, no Brasil, também é identificado como *financiamento coletivo* e *investimento coletivo*.

<sup>2</sup> KIRBY, Eleanor. WORNER, Shane. **Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast**. In International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2014. Fonte: <<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>>. Acesso em: 15/04/2017. P. 4.

<sup>3</sup> KIRBY e WORNER. Op. cit. p. 8.

<sup>4</sup> Disponível em: <<http://equity.org.br/o-que-e>>. Acesso em: 19/06/2017.

<sup>5</sup> Também identificadas como “títulos conversíveis em participação” e “dívida conversível”.

Nacional; (iii) entidades isentas; (iv) entidades imunes; (v) fundos de investimento; e (vi) não residentes.

## **2. Formato do trabalho de conclusão**

O formato de trabalho pretendido é o de reflexão sobre práticas jurídicas negociais e tributárias, para produção de trabalho de conclusão que contribua (i) no processo de avaliação de investimento por parte do potencial investidor<sup>6</sup>, bem como (ii) na identificação de qual é o tratamento tributário do investidor que melhor se coaduna com o nosso sistema jurídico tributário e as políticas públicas de incentivo ao investimento no setor produtivo.

## **3. Principais questões ou problemas**

As duas questões centrais a serem enfrentadas são as seguintes:

1. Como são tratadas, sob o aspecto tributário, as operações de investimento no País em ambiente virtual de Equity Crowdfunding por meio de notas conversíveis e contratos de investimento coletivo?
2. Considerando as atuais políticas públicas de incentivo ao investimento no setor produtivo, este tratamento é o ideal para incentivar o investimento via Equity Crowdfunding?

A seguir, relacionamos outras questões a serem enfrentadas acerca do tema:

3. O que é Crowdfunding?
4. O que é Equity Crowdfunding?
5. Qual é finalidade do Equity Crowdfunding?
6. Quais são as características das empresas investidas?
7. Quem são os potenciais investidores via Equity Crowdfunding?
  - 7.1. O que é investimento-anjo?
  - 7.2. O que é sindicato de investimento?

---

<sup>6</sup> Conforme Joseph Stiglitz, a tributação gera distorções na medida em que influencia o comportamento dos agentes econômicos (*La economía del sector público*. 3 ed. Barcelona: Antonio Bosch editor, 2003.p. 253).

8. Qual é a finalidade do Equity Crowdfunding no mercado financeiro (sentido lato)?
9. Quais são os instrumentos jurídicos passíveis de utilização para formalizar o investimento?
10. Quais são os riscos inerentes a esta modalidade de investimento, considerando a realidade doméstica?
11. Quais são as medidas mitigadoras de risco passíveis de adoção?
12. Quais são os instrumentos jurídicos comumente utilizados? Por que há a opção por tais instrumentos no País?
13. Qual é o ambiente de negociação dos instrumentos de captação do Equity Crowdfunding?
14. Qual é o tratamento tributário para os investimentos de renda fixa e de renda variável no País? Por que?
15. O investimento por meio de Equity Crowdfunding representa investimento em renda fixa ou em renda variável?
16. Qual é o tratamento tributário pretendido ao investimento-anjo por meio de contrato de participação pela Receita Federal do Brasil? Tal tratamento está em sintonia com o nosso sistema jurídico tributário?

#### **4. Objetivos pretendidos, perspectivas de análise e resultados esperados**

Os objetivos pretendidos são: i) identificar os instrumentos financeiros comumente utilizados no País para captação via Equity Crowdfunding, bem como as suas características e do seu ambiente de negociação; e ii) responder as questões formuladas no item 3 deste projeto de pesquisa.

No que concerne às perspectivas de análise, a primeira parte deverá ser dedicada à delimitação no objeto de estudo, tratando nesta oportunidade do conceito de Equity Crowdfunding, da caracterização do ambiente de negociação de plataforma, bem como dos elementos característicos das notas conversíveis e dos contratos de investimento coletivo, inclusive aqueles passíveis de enquadramento como contrato de participação de investimento-anjo, de que trata a Lei Complementar n. 155, de 27 de outubro de 2016. Nesta parte, responderemos aos quesitos 1 a 13.

Na segunda parte do trabalho, o foco será direcionado para a identificação do tratamento tributário no País dos investimentos financeiros em renda fixa e em renda variável cursados no mercado de capitais, bem como para a função indutora da norma tributária e a extrafiscalidade. Nesta oportunidade, responderemos ao quesito 14.

Na terceira parte do trabalho discorreremos acerca do tratamento tributário aplicável ao investimento efetuado no País, à luz da legislação vigente, por meio de notas conversíveis e contratos de investimento coletivo, por parte dos distintos potenciais investidores, em ambiente virtual de plataforma. Caso não tenha sido publicada pela RFB a Instrução Normativa que trata da tributação do investimento-anjo por meio de contrato de participação, discorreremos também acerca Consulta Pública RFB n. 15/2016<sup>7</sup>, que trata do tema. Nesta parte, responderemos as duas questões centrais, bem como os quesitos 15 e 16.

Na parte final do trabalho, pretendemos resgatar as conclusões apontadas ao longo do percurso e os resultados esperados são contribuir: i) no processo de avaliação de investimento por parte do potencial investidor; e ii) na identificação de qual é o tratamento tributário do investidor que melhor se coaduna com o nosso sistema jurídico tributário e as políticas públicas de incentivo ao investimento no setor produtivo.

## **5. Justificação da relevância prática e do potencial inovador**

Os estudos acerca do Equity Crowdfunding, tanto sob o aspecto negocial, como sob o aspecto jurídico-tributário são insipientes. No Brasil, a regulação Equity Crowdfunding foi objeto da consulta pública<sup>8</sup>, por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mas a respectiva Instrução ainda não foi publicada<sup>9</sup>. O investimento-anjo, por meio contrato de participação, foi disciplinado por meio da Lei Complementar n. 155, de 2016. A tributação do investimento por meio de contrato de participação pelo Imposto sobre a Renda foi objeto

---

<sup>7</sup> RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Consulta Pública RFB nº 15/2016**. Publicado em: 22/12/2016. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/arquivos-e-imagens/consulta-publica-rfb-no-15-2016-1.pdf>>. Acesso em: 30/04/2017.

<sup>8</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2016**. Publicado em: 8/8/2016. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf)>. Acesso em: 30/04/2017.

<sup>9</sup> A captação de recursos por meio de plataforma digital é considerada uma oferta pública de distribuição no mercado de valores mobiliários e está sujeita à regulação e fiscalização da CVM.

de Consulta Pública RFB n. 15/2016 e, até o momento, não foi publicada a Instrução Normativa correspondente.

O estudo é relevante na medida em que esta modalidade de investimento vem crescendo no País<sup>10</sup> e o resultado esperado tem relevância prática no processo de decisão de investimento por parte do potencial investidor.

## 6. Fontes de pesquisa e métodos de investigação

O método de investigação a ser adotado é o interpretativo e as fontes de pesquisa que são as seguintes:

1. pesquisa bibliográfica de doutrina para compreensão, análise e crítica da teoria sobre o tema;
2. identificação e análise crítica do arcabouço normativo vigente e em fase de proposição por parte da CVM e da RFB;
3. banco de dados, para utilização de forma subsidiária, com vistas a contextualização com a realidade.

## 7. Familiaridade com o objeto, acessibilidade de informações e envolvimento pessoal

A escolha do tema decorre do interesse despertado nas atividades do Mestrado Profissional em Direito relacionadas as temáticas de tributação de novas tecnologias, bem como nos mercados financeiro e de capitais. A pesquisadora possui familiaridade em relação aos aspectos jurídicos (i) tanto da estruturação de negócios no mercado de capitais, como

---

<sup>10</sup> Conforme Guilherme Perez POTENZA e Alexandre Edde Diniz de OLIVEIRA (**Regulando a Inovação: O Crowdfunding e o Empreendedorismo Brasileiro**. in Revista de Direito Empresarial. vol. 15, mai-jun/2016. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 12-13), com base em dados obtidos junto à CVM, por meio do Sistema de Acesso à Informação, o Equity Crowdfunding está inegavelmente em uma trajetória ascendente, conforme é possível verificar na tabela abaixo:

Ano	Número de ofertas	Valor total ofertado (R\$)
2013	2	2.400.000,00
2014	6	1.200.000,00
2015	41	24.470.500,00

dos (ii) seus impactos tributários, em decorrência da prática da advocacia em departamento jurídico de instituição financeira<sup>11</sup>.

A limitação ora vislumbrada é em relação a instabilidade do objeto de pesquisa, tendo em vista que o Equity Crowdfunding é objeto de regulamentação pela CVM e, o investimento-anjo, por parte da RFB.

As informações a serem acessadas para o desenvolvimento da pesquisa estão disponíveis na internet e em bibliotecas.

## 8. Literatura especializada e obras de referência

### 8.1. Literatura sobre *Equity Crowdfunding*, capital empreendedor e Mercado de Capitais

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Como funciona a indústria de *private equity*, *seed* e *venture capital*?** Março 2015. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>>. Acesso em: 30/04/2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2016.** Publicado em: 8/8/2016. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf)>. Acesso em: 30/04/2017.

\_\_\_\_. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 3 ed. Rio de Janeiro, Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em:

---

<sup>11</sup> Relato que atuo desde 2003 no Jurídico do Banco do Brasil S.A. (BB), com experiência em consultoria jurídica tributária (ex.: identificação de riscos fiscais e reflexos tributários na criação/aperfeiçoamento de produtos bancários/instrumentos financeiros, desenvolvimento de teses, planejamento tributário do Conglomerado BB etc) e no campo dos negócios (ex.: assessoria jurídica em ofertas públicas de valores mobiliários).

<<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 14.05.2017.

INFORMATION FOR DEVELOPMENT PROGRAM (*infoDev*). **Crowdfunding's potencial for the developing world**. Washington: Finance and Private Sector Development Department – World Bank, 2013. Disponível em: < [https://www.infodev.org/infodev-files/wb\\_crowdfundingreport-v12.pdf](https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf) >. Acesso em: 14.05.2017.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Crowdfunding – 2015 Survey Responses Report**. Dez/2015. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>>. Acesso em: 14.05.2017.

JÚDICE, Lucas Pimenta. NYBO, Erik Fontenele (coord.). **Direito das startups**. Curitiba: Juruá Editora, 2016.

JUNQUEIRA, Carlos Augusto (coord.). **Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores: Equity Crowdfunding no Brasil hoje**. in Cadernos FGV Direito Rio. Clínicas. Educação e direito. Rio de Janeiro : Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2016. v. 6. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17510>>. Acesso em: 14.05.2017.

KIRBY, Eleanor. WORNER, Shane. **Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast**. in International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2014. Fonte: < <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> >. Acesso em: 30/04/2017.

MARQUES, Rafael Younis. **Notas Conversíveis no Equity Crowdfunding: Sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.



MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de *crowdfunding* no Brasil: um estudo de caso da plataforma *online* da Broota Brasil**. 2016. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito e Desenvolvimento) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

POTENZA, Guilherme Perez. OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz de. **Regulando a Inovação: O Crowdfunding e o Empreendedorismo Brasileiro**. *in* Revista de Direito Empresarial. vol. 15, mai-jun/2016. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

PERONI, Bruno Oliva. OLIVEIRA, Igor Czermainski. **Cartilhas de Capital Empreendedor: *Equity Crowdfunding***. Brasília: Sebrae, 2015. Disponível em: < <http://bis.sebrae.com.br/conteudoPublicacao.zhtml?id=5662> >. Acesso em: 14.05.2017.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Campus, Rio de Janeiro, 2008.

## **8.2. Literatura sobre tributação de operações nos mercados financeiro e de capitais**

BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira. MALHEIRO Macedo, Rafael. CASTILHO, Ramon Machado. COELHO, Renato Souza. BATISTON, Renato Reis. **Manual de Tributação no Mercado Financeiro**. 1ª. ed. São Paulo – SP: Saraiva, 2011.

BIFANO, Elidie Palma. **Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF)**. *in*: MARTINS, Ives Gandra da Silva. NASCIMENTO, Carlos Valder. MARTINS, Rogério Gandra da Silva (coord.). *Tratado de Direito Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1.

\_\_\_\_. **O Mercado Financeiro e o Imposto Sobre a Renda**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

VIOL, Andrea Lemgruber. RODRIGUES, Jefferson José. **Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil**. Brasília: Ministério da Fazenda, Secretaria da Receita Federal, 2000. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa>>. Acesso em: 14.05.2017.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **O Regime Jurídico-tributário das Participações Societárias – Ganho de Capital, Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos**. in MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). O Direito tributário e o mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 2009.

\_\_\_\_\_. PICONEZ, Matheus Bertholo. **Tratamento Tributário dos Instrumentos Financeiros Híbridos**. in MOSQUERA, Roberto Quiroga. LOPES, Alexsandro Broedel (coord.). Controvérsias jurídico-contábeis (aproximações e distanciamentos). v. 2. São Paulo: Dialética, 2011.

\_\_\_\_\_. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

PAES, Nelson Leitão. **Simple Nacional no Brasil: o difícil balanço entre estímulos às pequenas empresas e aos gastos tributários**. Belo Horizonte: Nova Economia. vol. 24, n. 3. Set-Dez/2014. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512014000300541&lng=en&tlng=en](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512014000300541&lng=en&tlng=en)>. Acesso em: 14.05.2017.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Consulta Pública RFB nº 15/2016**. Publicado em: 22/12/2016. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/sobre/consultas-publicas-e-editoriais/consulta-publica/arquivos-e-imagens/consulta-publica-rfb-no-15-2016-1.pdf>>. Acesso em: 30/04/2017.

QUEIROZ, Mary Elbe. **Imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza**. São Paulo, Manole, 2003.

SANTOS, João Victor Guedes. **Teoria da tributação e tributação da renda nos mercados financeiro e de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SCHOUERI, Luís Eduardo. **Normas tributárias indutoras e intervenção econômica**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

SILVEIRA, Paulo Caliendo. **A extrafiscalidade como Instrumento de Implementação dos Direitos Fundamentais Sociais no Brasil**. Cachoeirinha: Revista Jurídica do CESUCA. Dez/2014. v. 2, n. 4. Disponível em: < <https://doi.org/10.17793/rjc.v2i4.682>>. Acesso em: 14.05.2017.

## 9. Sumário preliminar

1. Introdução
  - 1.1. Relevância do tema
  - 1.2. Relação do tema com a linha de pesquisa no Mestrado Profissional em Direito

### **Parte I – Equity Crowdfunding - Características, funções e instrumentos**

2. Crowdfunding – Conceito, Finalidades e Espécies
3. Equity Crowdfunding – o modelo brasileiro
  - 3.1. Partes intervenientes
    - 3.1.1. Empreendedor
    - 3.1.2. Plataforma
      - 3.1.2.1. Ambiente de negociação de plataforma
    - 3.1.3. Investidores
      - 3.1.3.1. Investidor-anjo
      - 3.1.3.2. Sindicato de Investimento

- 3.2. Breves considerações sobre os instrumentos financeiros utilizados no ambiente de negócios doméstico
- 3.3. Identificação das características dos instrumentos financeiros comumente utilizados
  - 3.3.1. Notas Conversíveis
  - 3.3.2. Contratos de Investimento Coletivo
- 3.4. Contrato de parceria de investimento-anjo

## **Parte II – Visão geral da tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**

- 4. Tratamento diferenciado entre aplicações financeiras
  - 4.1. Tributação das aplicações de renda fixa
  - 4.2. Tributação das aplicações de renda variável
- 5. Função indutora da norma tributária e Extrafiscalidade

## **Parte III – Implicações tributárias específicas**

- 6. Reflexos tributários para o investidor em Notas Conversíveis
- 7. Reflexos tributários para o investidor em Contratos de Investimento Coletivo
  - 7.1. Reflexos tributários para o investidor em Contrato de Investimento Coletivo com característica de Contrato de Participação de investimento-anjo

## **Parte IV - Conclusões**

- 8. Conclusões

## **10. Cronograma de trabalho e estimativa de horas para cada etapa**

<b>Etapa</b>	<b>Estimativa de horas</b>	<b>Período</b>
1ª – Pesquisa, leitura e reflexões	300h	Novembro/2016 a Junho/2017
2ª – Entrega de síntese da Parte I	16h	Junho/2017
3ª – Entrega da Parte I	64h	Julho/2017 a Agosto/2017
4ª – Entrega de síntese da Parte II	16h	Agosto/2017
5ª – Entrega da Parte II	64h	Setembro/2017
6ª – Entrega de síntese da Parte III e IV	32h	Setembro/2017
7ª – Entrega da Parte III e IV	90h	Outubro/2017
8ª – Entrega de versão provisória do	32h	Novembro/2017

trabalho de conclusão		
9ª – Seminário de qualificação	(prejudicado)	Novembro/2017
10ª – Revisão do trabalho de conclusão e redação final	64h	Dezembro/2017 e Janeiro/2018
11ª – Entrega da versão final do trabalho	(prejudicado)	Fevereiro/2018
12ª – Realização da banca examinadora	(prejudicado)	Março/2018