

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

MARCUS VINICIUS PIMENTEL DA FONSECA

**AS PLATAFORMAS E OS SINDICATOS NO *INVESTMENT-BASED*
CROWDFUNDING: REGULAÇÃO, RISCOS E MITIGAÇÕES**

São Paulo

2018

MARCUS VINICIUS PIMENTEL DA FONSECA

**AS PLATAFORMAS E OS SINDICATOS NO *INVESTMENT-BASED*
CROWDFUNDING: REGULAÇÃO, RISCOS E MITIGAÇÕES**

Trabalho de conclusão do curso de Mestrado Profissional – Direito dos Negócios (turma 4) da Fundação Getulio Vargas – Escola de Direito de São Paulo.

Campo de conhecimento: Direito dos Negócios

Orientadora: Prof^ª. Lie Uema do Carmo

São Paulo

2018

Fonseca, Marcus Vinicius Pimentel da.

As plataformas e os sindicatos no *investment-based crowdfunding* :
regulação, riscos e mitigações / Marcus Vinicius Pimentel da Fonseca. -
2018.

60 f.

Orientador(a): Lie Uema do Carmo.

Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo da
Fundação Getulio Vargas.

1. Financiamento coletivo. 2. Investimentos. 3. Valores mobiliários. 4.
Investidores (Finanças). 5. Mercado de capitais - Brasil - Legislação. 5.
Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) I. Carmo, Lie Uema. II. Dissertação
(mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio
Vargas. III. Título.

CDU 347.7

MARCUS VINICIUS PIMENTEL DA FONSECA

**AS PLATAFORMAS E OS SINDICATOS NO *INVESTMENT-BASED*
CROWDFUNDING: REGULAÇÃO, RISCOS E MITIGAÇÕES**

Trabalho de conclusão do curso de Mestrado Profissional – Direito dos Negócios (turma 4) da Fundação Getulio Vargas – Escola de Direito de São Paulo.

Campo de conhecimento: Direito dos Negócios

Data de aprovação:

Banca Examinadora:

Profa. Lie Uema do Carmo (Orientadora)
FGV DIREITO SP

Prof. Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo
FGV DIREITO S

Profa. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian
FGV DIREITO SP

Profa. Leilani Dian Mendes
FGV DIREITO SP

São Paulo

2018

À minha esposa, pela paciência,
parceria e palavras de encorajamento
durante a elaboração deste trabalho.

À minha família, pelo incentivo à
realização do curso.

RESUMO

O *investment-based crowdfunding*, uma modalidade de investimento participativo feito por indivíduos em empresas por meio de uma plataforma virtual, onde recebem em contrapartida um direito de participação no seu capital social, pode ser uma alternativa interessante de captação de recursos para empresas embrionárias em substituição ao tradicional financiamento bancário. Por ser uma prática recente, entretanto, exige maiores cuidados do legislador e de seus participantes para assegurar um ambiente seguro tanto para quem investe quanto para quem está se financiando. Este trabalho tem como objetivo avaliar a importância das plataformas virtuais e da estrutura de investimento envolvendo sindicatos de investidores enquanto elementos essenciais para garantir esta segurança aos participantes do *investment-based crowdfunding*. Para tanto, foi considerada a relação entre os investidores e empreendedores com as plataformas e estruturas de investimento adotadas, bem como a nova regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários a respeito do tema, com o objetivo de identificar os riscos enfrentados pelos participantes neste ambiente e as intenções pretendidas pela Autarquia quando da publicação da nova regra. Esta análise, por outro lado, não pode prescindir de um olhar mais crítico a respeito de algumas exigências impostas pela Comissão de Valores Mobiliários na nova regulamentação, principalmente diante das incertezas a respeito da sua real eficácia e necessidade.

Palavras-chave: Modalidades de financiamento. *Investment-based crowdfunding*. Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

Investment-based crowdfunding, a type of collective investment made by individuals in companies through an electronic platform in consideration for an equity interest in that business, may be an interesting type of financing for startup companies as an alternative to the traditional banking loans. Due to its recent practice, however, regulators and participants must observe higher standards of care in order to ensure a safe environment for both the investors and the entrepreneurs receiving investments. The purpose of this paper is to analyze the importance of the electronic platforms and the structure involving syndicates of investors as key elements to ensure this safety to participants of the investment-based crowdfunding. This required an analysis on the relationship between investors and entrepreneurs with these platforms and the investment structures adopted, as well as a review of the new regulation issued by the Brazilian Securities Commission with respect to investment-based crowdfunding, to identify the risks involved and the intentions of the Brazilian Securities Commission when enacting the new rules. This analysis, however, also require a critic assessment on certain requirements imposed by the Brazilian Securities Commission under this new regulation, mainly due to uncertainties in relation to their necessity and efficacy.

Key-words: Financing modalities. Investment-based Crowdfunding. Brazilian Securities Commission.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. MODALIDADES DE CROWDFUNDING	11
1.1. O <i>CROWDFUNDING</i> COMO RECOMPENSA	11
1.2. O <i>CROWDFUNDING</i> COMO PRÉ-COMPRA	12
1.3. O <i>CROWDFUNDING</i> COMO DOAÇÃO	12
1.4. O <i>CROWDFUNDING</i> COMO EMPRÉSTIMO	13
1.5. O <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i>	14
2. POR QUE ESTUDAR O <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i>?	16
2.1. O <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i> NO BRASIL E NO MUNDO	16
2.2. O PAPEL DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS PARA O DESENVOLVIMENTO DE UM PAÍS – A RELAÇÃO ENTRE VENTURE CAPITAL, INVESTIDORES-ANJO E <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i>	18
3. ESTRUTURAS DE <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i> NO BRASIL	22
3.1. O PROCESSO DE INVESTIMENTO	22
3.1.1. Os SINDICATOS	25
3.2. O PROCESSO DE CAPTAÇÃO	26
3.3. ESTRUTURAS JURÍDICAS DO <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i>	29
3.3.1. CARACTERÍSTICAS JURÍDICAS DAS NOTAS CONVERSÍVEIS - O CONCEITO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A COMPETÊNCIA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PARA REGULAR O <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i>	31
3.3.2. REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	36
3.3.3. REGISTRO DAS PLATAFORMAS COMO DISTRIBUIDORES DE VALORES MOBILIÁRIOS	38
4. RISCOS DOS PARTICIPANTES DO <i>INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING</i> E MITIGANTES	42
4.1. O PROBLEMA DO MERCADO DE LIMÕES – UMA ANÁLISE JURÍDICA MEDIANTE USO DE FERRAMENTAS ANALÍTICAS ECONÔMICAS	43
4.2. MITIGANTES E PROPOSTAS DE SOLUÇÕES	47
4.2.1. DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES, SABEDORIA DAS MULTIDÕES E O USO DE INTERMEDIÁRIOS COM REPUTAÇÃO	47
4.2.2. A UTILIZAÇÃO EXCLUSIVA DE SINDICATOS	50
CONCLUSÃO	52
BIBLIOGRAFIA	55
REFERÊNCIAS LEGAIS	59

INTRODUÇÃO

Os mercados de capitais e financeiro se desenvolveram ao longo dos anos de forma a propiciar as mais diversas formas de captação de recursos. Isso fica ainda mais evidente diante do desenvolvimento de novas tecnologias e criação de regras jurídicas que permitam o surgimento de novos produtos financeiros. Uma nova modalidade que vem atraindo atenção a nível mundial é o chamado financiamento participativo ou coletivo, também conhecido como *crowdfunding*. Este formato se vale de tecnologias sofisticadas desenvolvidas para unir investidores e interessados em se financiar em ambientes virtuais – as plataformas - com o objetivo de viabilizar o aporte de capital em diferentes projetos. Como o próprio nome diz (“*crowd*”, em inglês, significa “multidão”), o financiamento por esta modalidade ocorre mediante pequenos aportes de diversos contribuintes que, somando todos os valores, atingem a meta estipulada para o projeto. Em outras palavras, o interessado (que, como se verá, pode ser um desenvolvedor de projetos, um empreendedor iniciando um novo negócio ou até mesmo um artista) recorrerá às plataformas de *crowdfunding* com o intuito de se conectar com pequenos investidores, os quais também irão acessar estas plataformas objetivando investir em novas ideias ou negócios.

Este trabalho terá como enfoque uma modalidade específica do *crowdfunding*, conhecida como *investment-based crowdfunding*, que envolve investimentos visando a aquisição de participação societária em uma determinada empresa. Como se verá, este mercado se desenvolveu em um cenário com escassas regulamentações a seu respeito, tendo gerado inúmeras dúvidas e insegurança jurídica. Apenas recentemente a Comissão de Valores Mobiliários regulou o tema, o que acabou suscitando muitos debates acerca dos caminhos adotados pela Autarquia com algumas questões, principalmente no que diz respeito à função das plataformas enquanto participante deste mercado. Muitos argumentam que as plataformas devem funcionar única e exclusivamente como um ambiente virtual, não exercendo nenhuma outra atividade que não seja o de servir como um ponto de encontro entre investidores e empreendedores. A Comissão de Valores Mobiliários, por outro lado, entende que as plataformas são primordiais para garantir um ambiente seguro de investimento, exercendo funções fiduciárias com relação aos investidores e empreendedores que vão muito além de mera exposição, atuando conseqüentemente como um efetivo membro do sistema de distribuição de valores mobiliários no Brasil.

Os objetivos que se pretende alcançar com este trabalho são mapear os riscos enfrentados por seus participantes e identificar a real importância das plataformas e das estruturas de investimento adotadas, em especial os sindicatos, como elementos essenciais para mitigação destes riscos. Para tanto, o trabalho terá um enfoque predominantemente regulatório, analisando a nova regulamentação da Autarquia sobre o tema e suas implicações para seus participantes.

Antes de adentrar o assunto propriamente dito, é necessário fazer uma ressalva. O *investment-based crowdfunding* é uma atividade muito recente no cenário mundial, com diversos países ainda se adaptando às suas práticas tanto no cenário acadêmico quanto no aspecto regulamentar. No Brasil, o seu estágio é ainda mais embrionário. Isso ocasiona em materiais acadêmicos sobre a matéria (não obstante a existência de algumas obras imprescindíveis para o entendimento do tema e que são aqui citadas), o que acaba virando um fator limitador da pesquisa para este trabalho e fazendo com que seja necessário recorrer a outras fontes disponíveis. Assim, foi conduzida uma pesquisa priorizando análises de relatórios disponibilizados por órgãos reguladores, como a Comissão de Valores Mobiliários e outras entidades internacionais, bem como levantamentos junto às plataformas hoje atuantes no Brasil e no mundo objetivando identificar como é mantida a relação entre elas e os investidores ou empreendedores que as utilizam para investir ou buscar investimentos, abarcando ainda a análise dos instrumentos jurídicos pelos quais são formalizados estes investimentos.

Esse trabalho está dividido em quatro capítulos. No primeiro, são explorados os tipos de *crowdfunding* atualmente existentes, fazendo uma breve descrição de cada um deles e, finalmente, culminando em uma descrição mais detalhada do *investment-based crowdfunding*.

O segundo capítulo apresenta alguns argumentos que justificam uma análise aprofundada deste tema. Estudos apontam para a importância das pequenas e microempresas – maiores interessadas no mercado de *investment-based crowdfunding* – no desenvolvimento econômico de um país, ao mesmo tempo em que aspectos culturais e o cenário econômico-financeiro atual em que se encontra o Brasil dificultam o acesso a capital de terceiros, fazendo com que hajam poucas oportunidades de se desenvolverem e consequentemente desestimulando o empreendedorismo deste porte. Esses fatores são decisivos para que outras formas de financiamento sejam desenvolvidas de forma adequada, propondo assim alternativas viáveis às empresas nascentes.

O terceiro capítulo discute as estruturas de investimento atualmente desenvolvidas no Brasil para o *investment-based crowdfunding*, passando ainda pelos processos de investimento e captação para identificar qual a preocupação das plataformas com relação aos investidores e empreendedores durante uma operação. Ato contínuo, serão discutidos os aspectos regulamentares aplicáveis ao *investment-based crowdfunding* no Brasil e a visão que a Comissão de Valores Mobiliários tem a respeito das plataformas. Como se verá, estas foram identificadas como efetivos membros do sistema de distribuição de valores mobiliários, devendo inclusive ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários para atuarem no mercado. Esta análise, por certo, não pode prescindir de um olhar mais crítico a respeito da nova regulamentação e suas implicações, principalmente diante de um cenário de incertezas acerca da real eficácia e necessidade de algumas destas regras.

Por fim, no quarto capítulo, são enumerados diversos riscos identificados a partir da análise prática, bem como possíveis soluções identificadas pela doutrina como imprescindíveis para garantia de um ambiente seguro de investimento. Muitas destas propostas servem de embasamento para justificar o racional adotado pela Comissão de Valores Mobiliários ao estipular determinadas regras e exigências aos seus participantes – principalmente às plataformas. Esta parte da discussão será fundamental para suscitar o debate sobre a função ideal das plataformas enquanto elemento essencial para mitigar os riscos enfrentados pelos investidores e empreendedores. A conclusão que se chega é que é necessário que haja um maior esforço dos participantes para adotarem estruturas que sejam eficientes sob o ponto de vista jurídico e até mesmo econômico, ao mesmo passo em que reguladores devem estar atentos à dinâmica desta atividade com o intuito de criar regras que sejam de fato eficazes e capazes de garantir uma maior segurança jurídica.

1. MODALIDADES DE CROWDFUNDING

Ao analisar a prática do *crowdfunding* ao redor do mundo, é possível evidenciar ao menos cinco modelos comumente utilizados que se diferem entre si principalmente em razão da sua finalidade. São eles: (i) um modelo de recompensa, (ii) um modelo de pré-compra, (iii) um modelo de doação, (iv) um modelo de empréstimo e, por fim, (v) um modelo de participação, também conhecido como *investment-based* ou *equity crowdfunding* (BRADFORD, 2012, p. 15-20).

1.1. O CROWDFUNDING COMO RECOMPENSA

No modelo de recompensa, o investidor contribui com seus recursos para um objetivo específico, seja para a realização de um projeto, a criação de um produto inovador ou ainda uma obra de arte, com o intuito de receber uma contrapartida por isso. A recompensa pode se dar de várias formas, dependendo da criatividade de quem está sendo financiado e também do montante contribuído. Alguns exemplos de recompensas incluem o direito de receber edições comemorativas do projeto (como canecas, camisetas, chaveiros, etc.), o direito de exibir a sua própria marca no produto ou até mesmo de ter o seu nome indicado na lista de apoiadores (no caso de filmes, por exemplo). É importante frisar que a contrapartida nestes casos não inclui participação no projeto financiado ou mesmo os lucros dele decorrentes (BRADFORD, 2012, p. 16).

Embora não haja dados comparativos à disposição com relação ao Brasil, este é provavelmente o modelo que mais cresce no país junto com o de pré-compra, sendo utilizado pela maioria das plataformas que aqui atuam. No caso da Catarse, por exemplo, que é uma das primeiras a atuarem no Brasil nesta modalidade, houve arrecadação de R\$16.2 milhões em 2016, um crescimento de 41% em comparação a 2015, com mais de R\$30 apoiados por minuto (CATARSE, 2016). Os projetos foram dos mais variados, envolvendo os setores musical, audiovisual, literatura, esportes, ciência e tecnologia, entretenimento, arquitetura e urbanismo, e tantos outros.

1.2. O *CROWDFUNDING* COMO PRÉ-COMPRA

Este modelo, em realidade, é muito similar ao de recompensa, com a única diferença de que a contrapartida é adquirir o próprio produto que foi financiado (BRADFORD, 2012, p. 16). Ele acaba sendo interessante para o desenvolvedor, pois conseguirá se financiar com a própria venda antecipada dos produtos, sem que com isso tenha que recorrer às instituições financeiras para obter recursos suficientes ao seu desenvolvimento. Como não é um empréstimo, também não haverá qualquer obrigação de devolver o principal arrecadado e nem de pagar juros elevados. Além disso, a arrecadação acaba sendo um termômetro para identificar a demanda que haverá pelo produto após a conclusão do projeto.

1.3. O *CROWDFUNDING* COMO DOAÇÃO

No modelo de doação, contribuintes realizam doações para algum projeto sem que com isso recebam recompensas ou remuneração. Naturalmente que, ainda que o contribuinte não venha a receber nenhuma recompensa direta pela doação, nada impede também que ele tenha interesse por trás do projeto para o qual ele está contribuindo. É o caso do *crowdfunding* realizado na campanha eleitoral de alguns políticos nos Estados Unidos. Bernie Sanders, então candidato à presidência dos Estados Unidos nas eleições ocorridas em 2016, utilizou desta modalidade em sua campanha, conseguindo arrecadar aproximadamente US\$ 212 milhões mediante contribuição de mais de 2.4 milhões de cidadãos. A contribuição média, neste caso, foi de US\$ 27 por pessoa (BERNIESANDERS, 2016). Certamente que os contribuintes realizaram suas contribuições pois tinham interesse na eleição do candidato à presidência.

No Brasil, uma das plataformas que explora bem este modelo é a Juntos.com.vc que, conforme relatório de atividades referente ao ano de 2015 divulgado em seu website (JUNTOSCOMVC, 2015), realizou 147 projetos de Organizações de Sociedade Civil em seu sistema, sendo 117 projetos bem-sucedidos. Um deles, inclusive, foi para a reconstrução do Distrito Bento Rodrigues, no município de Mariana, afetado pelo rompimento da barragem de Fundão que ocorreu em 2015.

1.4. O CROWDFUNDING COMO EMPRÉSTIMO

No modelo de empréstimo, conhecido também pelo jargão de mercado como *P2P* (*peer-to-peer*) *lending* ou “empréstimo de ponta a ponta”, a contribuição é feita com a natureza de mútuo. Nestes casos, portanto, a contrapartida assumida pelo financiado é devolver o valor principal, podendo também incorrer juros ou não, dependendo do caso (BRADFORD, 2012, p. 16 e 17).

Apesar de ser o modelo mais consolidado no cenário global (CROWDEXPERT, 2015), ele ainda é muito pouco utilizado no Brasil, embora possa ser um fator determinante para a descentralização bancária no país e consequentemente favorecer pequenas e médias empresas interessadas em obter recursos por meio do *crowdfunding*. Diversos fatores contribuem para seu pouco desenvolvimento no país, como limitações estipuladas por regulamentações do Banco Central do Brasil e leis do setor bancário que impedem o exercício de determinadas atividades financeiras de forma recorrente, incluindo a impossibilidade de se cobrar juros acima de um determinado valor para entidades que não são consideradas instituições financeiras.

Não obstante estes entraves, algumas plataformas têm conseguido atuar nesta modalidade mediante o desenvolvimento de estruturas alternativas. É o caso da Nexoos, plataforma brasileira especializada neste tipo de *crowdfunding*. Embora ela por si só não seja uma instituição financeira, a sua atuação como intermediária dos empréstimos acaba sendo possível mediante parceria com bancos. Na prática, funciona da seguinte forma: a instituição financeira parceira emite uma Cédula de Crédito Bancário em favor da pessoa solicitante do empréstimo, observando a regulamentação em vigor a respeito deste produto. Em seguida, a mesma instituição financeira emite um Recibo de Depósito Bancário, um título privado representativo do depósito feito pela pessoa que aportou recursos na plataforma da Nexoos com o intuito de realizar o empréstimo para a empresa solicitante. Embora, por si só, este porte de recursos não tenha a natureza de mútuo, a operação se torna viável em razão de regulamentação que permite a vinculação de operações, nos termos da Resolução do Banco Central do Brasil n. 2.921, de 17 de janeiro de 2002. Isso faz com que valor aportado pelo investidor esteja atrelado à Cédula de Crédito Bancário emitida pela instituição financeira em favor da mutuária, ou seja, qualquer pagamento feito no âmbito deste título deverá ser utilizado para quitar o principal (mais juros, se houver) desembolsado pelo investidor (NEXOOS, 2017).

1.5. O INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING

O *investment-based crowdfunding* pode ser entendido como investimento coletivo feito em uma empresa por meio de uma plataforma, em que os investidores recebem em contrapartida um direito de participação (ou participação futura) no seu capital social (MARQUES, 2012, p. 22). Essa modalidade se difere das demais principalmente por envolver uma forma diversa de financiamento. Neste caso, a empresa se capitaliza mediante contribuição de terceiros que poderão se tornar seus sócios (*equity*, no termo em inglês), e não por meio de dívida ou empréstimos (*debt*) ou ainda contribuições que não exijam uma contrapartida.

Atores do mercado têm dado nomenclaturas diferentes para descrever este modelo dependendo de como a operação é estruturada. Se o investimento é feito com base em títulos ou valores mobiliários que não dão direito imediato de participação (p.ex. títulos de dívida conversíveis em participação societária), geralmente dá-se o nome de *securities crowdfunding* (CARVALHOS; PARENTE, 2016, p. 227) ou *investment-based crowdfunding*, ao passo que o termo “*equity crowdfunding*” é utilizado como um termo dentro desta modalidade aplicável a investimentos realizados por meio da aquisição de participação direta na empresa (p.ex. subscrição de ações). Não obstante, este trabalho utilizará o termo “*investment-based crowdfunding*” para fins de seu desenvolvimento, uma vez que a prática adotada majoritariamente no Brasil envolve investimentos cujas estruturas não implicam em aquisição direta de participação societária na empresa investida, mas sim em um direito de conversão da dívida em participação no futuro, como se verá com mais detalhes abaixo.

Este modelo ainda é o menos utilizado dentre os outros aqui elencados. Se compararmos o volume de projetos apoiados por *crowdfunding* ao redor do mundo, é possível constatar que os investimentos feitos na forma de *investment-based* ou *equity crowdfunding* ainda se encontram bastante tímidos, sendo responsáveis por apenas US\$2,5 bilhões investidos de um total de US\$34 bilhões, somando-se todas as modalidades, conforme estimativa para o ano de 2015 (CROWDEXPERT, 2015). No Brasil, algumas plataformas já disponibilizam esta modalidade, como por exemplo a Kria, nova denominação da Broota (KRIA, 2017), a StartMeUp (STARTMEUP, 2017) e a EqSeed (EQSEED, 2017), as quais

foram objeto deste estudo e serão utilizadas como as principais referências para a prática no país.

Outros países onde o *investment-based* ou *equity crowdfunding* tem se destacado são os Estados Unidos, com as plataformas Crowdfunder (CROWDFUNDER, 2017) e AngelList (ANGELLIST, 2017), o Reino Unido, onde citamos como exemplo a SyndicateRoom (SYNDICATEROOM, 2017) e, por fim, Israel, que hospeda o OurCrowd (OURCROWD, 2017). Estas são apenas algumas das plataformas existentes, mas possuem um alto volume de operações concluídas e por isso foram utilizadas como exemplo ao longo deste trabalho para servir de comparação à prática brasileira e também de argumento para justificar as principais propostas apresentadas com o objetivo de aprimorar a prática do *investment-based crowdfunding* no Brasil.

Esta modalidade chama atenção pelo fato de que é a que mais gera riscos para os seus participantes em comparação com as demais. Aqui, o investidor passa a ser uma figura muito mais importante para a empresa, e esta também para o investidor. Quem contribuir com recursos na empresa poderá se tornar acionista desta e conseqüentemente terá o interesse de que o negócio seja bem-sucedido (caso contrário, poderá perder todo o valor investido e não ver nenhuma contrapartida por isso). Além disso, como se verá mais detalhadamente abaixo, o fato de se tornar sócio da empresa pode fazer com que a pessoa que realizou o investimento incorra em responsabilidades que não seriam aplicáveis nas demais modalidades de *crowdfunding* acima mencionadas. Estes riscos contribuem para que o *investment-based crowdfunding* mereça uma atenção maior em comparação com os demais tipos e que, portanto, foi escolhido como objeto deste estudo.

2. POR QUE ESTUDAR O INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING?

Antes de abordar o assunto de forma mais aprofundada, é interessante avaliarmos a real necessidade de se estudar e despender esforços para melhorar as práticas de *investment-based crowdfunding* no Brasil. Este capítulo visa apresentar alguns dos principais argumentos que denotam a importância deste tema nos cenários jurídico e econômico atual.

2.1. O INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING NO BRASIL E NO MUNDO

O principal argumento, evidentemente, é que este mercado está crescendo no Brasil. Embora ainda recém importado, o interesse pelo tema vem surgindo, aos poucos, concomitantemente com outras alternativas de investimento que estão sendo criadas a partir do desenvolvimento de tecnologias por empresas que trabalham no setor dos mercados de capitais e financeiro e que, justamente por atuarem no âmbito de finanças e tecnologia, acabaram recebendo a denominação de “*FinTechs*” (*financial technologies*, em inglês).

A importância que está sendo dada às *FinTechs* por reguladores pode ser observada a partir da criação pela Comissão de Valores Mobiliários de um núcleo especializado com o objetivo de acompanhar as inovações tecnológicas que ocorrem no mercado de capitais brasileiro, chamado “Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras (FinTech Hub)”¹. Mais especificamente com relação a *investment-based crowdfunding*, a Comissão de Valores Mobiliários realizou uma pesquisa sobre o tema com o objetivo de “estudar as preferências e opiniões sobre *crowdfunding*, notadamente a respeito da modalidade *equity crowdfunding*”. O resultado pode ser evidenciado no relatório publicado pela Autarquia em agosto de 2015² e apresenta alguns dados interessantes. Embora poucos entrevistados tenham de fato se envolvido com alguma iniciativa envolvendo doações na internet, 66% deles já foram abordados de alguma forma sobre o assunto específico de *investment-based crowdfunding*. Mais interessante ainda, 86% dos entrevistados responderam que teriam interesse em realizar um investimento em uma microempresa ou empresa de pequeno porte por meio do *investment-based crowdfunding* se acreditssem no seu plano de negócios.

¹ Para mais informações, recomendamos o acesso ao *website* da Comissão de Valores Mobiliários: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160613-1.html>.

² O relatório da Comissão de Valores Mobiliários pode ser encontrado no endereço a seguir: <http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2016/01/Relat%C3%B3rio-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf>.

Ato contínuo, a Comissão de Valores Mobiliários publicou a Instrução n. 588, de 13 de julho de 2017 (“Instrução CVM 588”), visando regulamentar o mercado de *investment-based crowdfunding* no Brasil. Esta iniciativa da Autarquia é um avanço importante em termos de regulamentação e certamente será um fator determinante para garantir um ambiente de investimento seguro.

A importância que tem se dado ao tema é sintomática, não apenas em razão do surgimento de novas modalidades de investimento que necessitam de maior regulamentação, mas também pelo cenário onde se encontra atualmente o mercado de capitais brasileiro. O modo de investir se desenvolveu de tal forma que dificultou aos pequenos e médios empreendedores o acesso à captação de recursos por meio de modalidades alternativas ao tradicional financiamento bancário.

A prevalência de investidores institucionais, que possuem em sua gestão uma alta soma de recursos, faz com que haja uma maior procura por investimentos vultuosos que só são possíveis mediante aporte em grandes empresas (MARQUES, 2012, p. 20). O investimento em sociedades já maturadas se mostra uma decisão mais segura e que denota um menor risco de perdas, uma vez que estão mais desenvolvidas e possuem perspectivas econômicas mais evidentes. Além disso, o custo de se realizar uma oferta de investimento no mercado de capitais hoje é extremamente alto, envolvendo despesas expressivas com instituições financeiras, assessores, agências de classificação de risco, distribuidores de valores mobiliários, dentre outros intermediários requeridos pela legislação atual, o que torna ineficiente qualquer tentativa de obtenção de recursos neste meio se o montante captado não for alto o suficiente para compensar os gastos. Tudo isso contribui para afastar o investidor de varejo, que seria o principal investidor-alvo para pequenos empresários ofertarem investimento em seus negócios (MATTOS FILHO, 2015, p. 312 e 313).

É importante notar que não só no Brasil o *investment-based crowdfunding* vem apresentando crescimento. Reguladores do mundo todo têm se mostrado atentos ao tema, inclusive havendo diversos países com regras já bem consolidadas sobre a matéria. Tanto é que a *International Organization of Securities Commissions – OICV/IOSCO*, instituição equivalente a uma organização internacional de comissões de valores mobiliários, realizou um estudo com o objetivo de mapear as regras existentes mundialmente a respeito de *crowdfunding* (OICV/IOSCO, 2015). Nos Estados Unidos, um dos maiores mercados do *investment-based crowdfunding* do mundo, o tema passou ser relevante a partir da promulgação do *Jumpstart Our Business Startups Act*, também conhecido como *JOBS Act*,

pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, órgão regulador norte-americano responsável por regular atividades relacionadas a valores mobiliários e corretoras. Esta regra incluiu um capítulo específico sobre *crowdfunding* e que passou a influenciar na dinâmica deste mercado não só no país como no mundo todo, pois diversos países adaptaram conceitos existentes nesta regra para fazer a sua própria regulamentação sobre o tema.

2.2. O PAPEL DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS PARA O DESENVOLVIMENTO DE UM PAÍS – A RELAÇÃO ENTRE VENTURE CAPITAL, INVESTIDORES-ANJO E INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING

Outro argumento que justifica este estudo é a relação existente entre as pequenas empresas e o crescimento econômico de um país. O mundo acadêmico tem há muito se dedicado à análise deste tópico. Diversos argumentos apresentados por economistas a partir da década de 50 apontam para uma relação positiva entre progresso tecnológico e crescimento econômico, concluindo que o principal motor de desenvolvimento de um país é a inovação (LERNER, 2009, p. 43-45). Aliado a isto está a percepção de que as pequenas e médias empresas desempenham um papel fundamental na criação de novas tecnologias, provavelmente até mais do que grandes empresas, pois possuem maior liberdade criativa para desenvolver novos produtos, ao passo que as grandes empresas tendem a investir menos em pesquisa e desenvolvimento em razão de visões estratégicas de consolidação dos mercados em que já atuam e também da maior burocracia que enfrentam (LERNER, 2009, P. 45-50).

Estes fatores apenas ressaltam a importância de que sejam disponibilizadas novas alternativas de captação de recursos para fomentar o desenvolvimento das empresas em início de atividade. A possibilidade de obter financiamento junto a terceiros que não sejam instituições financeiras se torna atrativa para o empresário. É neste cenário, por exemplo, que surgem os investidores de *venture capital* e investidores-anjo³. Estas figuras estão presentes em investimentos feitos em *startups* (geralmente empresas inovadoras e com alto potencial de crescimento) ainda em seus estágios iniciais e, embora haja controvérsia no mundo acadêmico

³ Para um estudo pormenorizado dos conceitos de *venture capital*, recomenda-se a leitura de FURTADO, Claudio et al. *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores – Tudo que você precisa saber para buscar o investimento certo para o seu negócio*. São Paulo: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011; CUMMING, Douglas (ed.). *The Oxford Handbook of Venture Capital*. Oxford: Oxford University Press, 2012; LEBHERZ, Adrian. *The venture capital cycle and the history of entrepreneurial financing*. GRIN Verlag für akademische Texte, 2013.

acerca da relação positiva entre *venture capital* e inovação (NASCIMENTO, 2015), fato é que estes investidores contribuem justamente no momento de maior risco das empresas nascentes – as fases pré-operacionais onde a possibilidade de fracasso ainda é muito grande – servindo de alternativa para capitalização onde geralmente as instituições financeiras estão mais reticentes em realizar empréstimos.

Na prática, estes investimentos costumam ocorrer em diferentes fases, a depender do momento em que a empresa se encontra. No trabalho realizado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e preparado pela GVcepe (Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital) da FGV-EAESP, com coordenação de Claudio Furtado, é apresentado uma breve descrição de cada um destes estágios:

Os estágios dos investimentos de PE/VC podem ser divididos conforme apresentado abaixo:

a) *Seed*: Empresa em fase de concepção, pré-incubação ou incubação. Investimento inicial em pesquisa de produto/serviço ou teste de conceito (proof of concept). Investimentos normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjo, etc;

b) *Startup*: Conceito do produto já testado. O investimento é usado para continuar o desenvolvimento e teste do produto/serviço e iniciar o esforço de marketing. O produto/serviço ainda não está colocado comercialmente no mercado. Investimentos normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjo, etc.

c) *Venture Capital – Early Stage*: Produto/serviço já desenvolvido (*beta test* já completo e aprovado). O investimento é usado para o início da comercialização e a empresa já se encontra em fase operacional, embora ainda não tenha atingido o ponto de equilíbrio (*break-even*). Nesta fase, normalmente, realiza-se o primeiro investimento “clássico” de Venture Capital propriamente dito (*first stage* ou *first round financing*);

d) *Venture Capital – Later Stage*: A empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que possa ser suportada pela geração interna de caixa para ampliar a comercialização, melhorar o produto, aumentar a capacidade produtiva, etc. A empresa pode ou não ter atingido o ponto de equilíbrio. Nesta fase, no modelo “clássico”, normalmente novos investimentos de *Venture Capital* são esperados na empresa (*second* e *third round financing*);

e) *Private Equity – Growth*: Investimento em uma empresa relativamente madura, utilizado para expandir ou reestruturar as operações, entrar em novos mercados ou financiar aquisições;

f) *Private Equity – Later Stage*: Investimento usado para re-estruturação de companhias em estágios avançados de desenvolvimento. Pode ou não incluir aquisição de controle.

g) *Distressed*: Investimento em uma empresa em grande dificuldade financeira ou situação pré-falimentar, e pode ocorrer em qualquer estágio de vida da empresa ou projeto (de *Seed* até *Private Equity Later Stage*). (FURTADO, 2011, p. 97).

A tabela a seguir permite uma melhor visualização sobre a relação entre cada um destes estágios e o momento da *startup*:

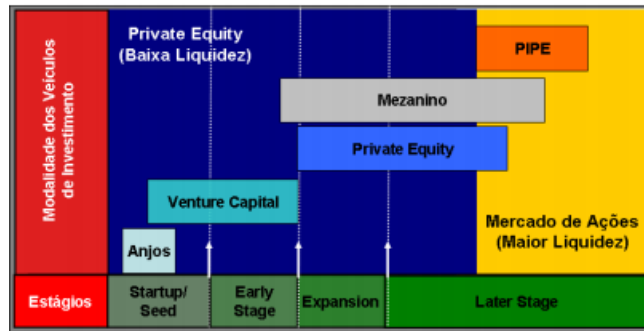


Figura 1. Diagrama dos Estágios dos Empreendimentos e Modalidade dos Veículos de Investimentos de Private Equity.

Fonte: RAMALHO e FURTADO, 2008.

Estas etapas são fundamentais para compreender o ecossistema de investimentos em empresas ainda em estágio inicial e identificar onde se encontra especificamente o *investment-based crowdfunding*. Neste cenário, por exemplo, o *investment-based crowdfunding* se encaixa no mesmo momento dos investimentos *startup* e *seed capital* (primeiro estágio), e passou a ser feito juntamente com os investidores-anjo. Mais ainda, o surgimento do *investment-based crowdfunding* tem mudado a dinâmica hoje adotada nestas rodadas de investimento. Com o advento da internet, a capacidade de divulgação de informações pelas empresas ampliou consideravelmente. Os fundos de *venture capital*, até então atuando com um modelo de negócios que valorizava a proximidade dos relacionamentos e redes de contato mais restritas, passaram a ver uma democratização das opções de investimento. Enquanto no modelo anterior haviam “polos” locais de investimento (por exemplo, o Vale do Silício), hoje a territorialidade é um fator que pouco importa no momento de captar recursos (IBRAHIM, 2015, p. 561 e 562). A velocidade com que se divulga informações torna possível apresentar dados de uma empresa a indeterminados investidores e com isso atrair recursos de pessoas localizadas em todo o território nacional ou internacional. Isso faz com que investidores de *venture capital* “percam” em partes o seu poder de barganha, pois haverá uma maior concorrência de investidores interessados em investir em empresas em início de atividade, conseqüentemente tendo que ser mais flexíveis na hora de negociar um investimento. Ao mesmo tempo, o *investment-based crowdfunding* pode beneficiar os investidores de *venture capital*, uma vez que todas as informações acerca da empresa-alvo já estarão disponíveis na Internet em decorrência dos investimentos feitos nos estágios anteriores.

Por outro lado, a figura do investidor-anjo passa a ser de suma importância com o surgimento do *investment-based crowdfunding*. Investidores que atuam nesta modalidade tendem a ser pouco experientes, geralmente optando por investir em uma empresa não com base em dados e análises criteriosas das empresas investidas, mas simplesmente porque “todo

mundo está investindo”. Com a participação conjunta dos investidores-anjo, é possível que estes façam um estudo mais detalhado da *startup* e recomendem o investimento para aqueles que optarem pelo *investment-based crowdfunding*. Conseqüentemente, o investidor terá uma garantia de que a empresa foi devidamente avaliada e possui melhores chances de ser bem-sucedida (ainda que os riscos permaneçam consideravelmente altos, dado a natureza do investimento). Este conceito será melhor explorado ao final do trabalho, quando for estudada a importância dos sindicatos na estrutura de investimento.

Por tudo o acima exposto, é importante que este mercado se desenvolva de forma sustentável não só para garantir acesso às pequenas e médias empresas, mas também para atrair investidores que se mostrem interessados em aportar recursos em sociedades embrionárias. A segurança é primordial neste ambiente, principalmente por estarmos diante de investimentos que envolvam um alto risco de perda.

3. ESTRUTURAS DE *INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING* NO BRASIL

O objetivo deste capítulo é detalhar brevemente o processo necessário para investir ou obter investimento em uma empresa por meio do *investment-based crowdfunding* no Brasil, desde o cadastro nas plataformas até a assinatura da documentação necessária e o efetivo aporte de capital feito pelos investidores, identificando assim quais são as preocupações das plataformas e os cuidados que elas têm com relação aos seus participantes. Além disso, serão analisadas as estruturas de investimentos praticadas, desde a forma de organização dos investidores até a documentação envolvida. Este mapeamento é fundamental para ser capaz de entender como o *investment-based crowdfunding* funciona na prática, o que permitirá apontar eventuais riscos enfrentados por seus participantes ao final do capítulo.

Conforme já indicado anteriormente, o *investment-based crowdfunding* no Brasil ainda é muito embrionário, havendo pouco material acadêmico que possa servir de apoio para o estudo. Isso tornou necessário uma análise prática junto às plataformas – embora poucas operações haviam sido concluídas até a conclusão do presente trabalho – de forma a extrair a documentação disponibilizada e percorrer o passo-a-passo necessário para obter financiamento ou realizar um investimento. Assim, a pesquisa envolveu não só os trabalhos acadêmicos hoje disponíveis, mas também a navegação no *website* das três maiores plataformas atuantes no país⁴ e contato direto, por e-mail, com suas equipes para esclarecimento de eventuais dúvidas que surgiram durante este processo de análise. Ressalta-se que toda a pesquisa foi feita em período anterior à publicação da Instrução CVM 588 pela Comissão de Valores Mobiliários e não foi possível identificar até o momento da finalização deste trabalho quais foram (ou serão) os efeitos práticos da nova regra. Não obstante, será feito, quando aplicável, uma comparação entre a prática atual e as novas regras exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários para identificar qual será o caminho percorrido pelas plataformas para se adaptarem às novas exigências regulamentares.

3.1. O PROCESSO DE INVESTIMENTO

O primeiro passo para quem quer investir por meio do *investment-based crowdfunding* no Brasil é se cadastrar em uma das plataformas disponíveis. O procedimento é relativamente

⁴ Conforme já indicadas, são elas: Kria, a StartMeUp e a EqSeed. A EuSócio, outra plataforma de *investment-based crowdfunding*, não foi objeto de análise pois estava inoperante quando da realização da pesquisa.

simples e exige o preenchimento de um formulário contendo as informações pessoais básicas do interessado e uma breve descrição curricular, com experiências acadêmicas e profissionais. Estas informações ficarão posteriormente inseridas em seu perfil no *website* das plataformas e podem ser editadas a qualquer momento. É possível que a plataforma solicite ainda informações sobre as intenções de investimento, como valor médio a ser aportado em cada empresa e a porcentagem do patrimônio total que se pretende investir, como é o caso da Kria, ou exija informações sobre o patrimônio atualmente investido pelo investidor.

Nota-se que nenhuma das plataformas exige como requisito essencial que o investidor seja considerado profissional ou qualificado, nos termos da regulamentação em vigor⁵. As variações encontradas nas plataformas da EqSeed e da StartMeUp apenas pedem para o investidor declarar o seu perfil e concordar com os fatores de risco e acordos sobre as regras gerais e termos de serviço, contendo ainda um elemento adicional de que, se o investidor não se enquadrar na categoria de investidor qualificado ou profissional, ele deverá declarar que está capacitado para tomar as próprias decisões de investimento ou que irá limitar os seus investimentos na plataforma a 10% do seu patrimônio líquido. Já no caso da Kria não foi necessário fazer nenhuma declaração, mas apenas concordar com os fatores de risco apontados diretamente no seu *website*.

É importante dizer que o fato de ser desnecessário que o investidor se enquadre nas categorias de profissional ou qualificado está em linha com a Instrução CVM 588, a qual possibilitou que investimentos sejam feitos por qualquer tipo de investidor, independentemente do seu grau de sofisticação, desde que respeitados alguns requisitos. Esta questão será abordada novamente no capítulo 4, quando tratar dos riscos enfrentados pelos participantes do *investment-based crowdfunding*.

Uma outra observação é que este cadastramento não se refere a processos exigidos legalmente para instituições financeiras como medidas de combate à lavagem de dinheiro e anticorrupção (*know your customer*) e de alocação de produtos que sejam adequados ao perfil do cliente (*suitability*). O procedimento é muito simples para que sejam tomadas todas as precauções necessárias (por exemplo, nenhum documento foi exigido quando da realização do cadastro) e, mesmo após a sua conclusão, foi possível acessar todas as ofertas disponíveis para investimento, independentemente do valor sendo arrecadado ou do montante mínimo exigido. Algumas empresas acessadas inclusive exigiam montante mínimo de investimento superior ao indicado no cadastro como intenção de investimento.

⁵ A definição de “Investidor Profissional” e “Investidor Qualificado” estão contidas na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 539, de 13 de novembro de 2013.

Passada esta etapa, já é possível selecionar as empresas que estão cadastradas nas plataformas, com a indicação de quais estão captando, quais já concluíram a arrecadação e aquelas que não estão em nenhuma rodada de captação no momento. Ao clicar no *link* atribuído à empresa, pode-se obter algumas informações a respeito dela de forma a ajudar na tomada de decisão, como seu objeto social, modelo de negócio, o objetivo pretendido com a captação dos recursos (por exemplo, expansão da atividade), informações e riscos do setor de atuação, clientes já cadastrados, dados pessoais dos sócios e equipe da empresa, *valuation*, etc. Além disso, há informações a respeito do processo de captação, incluindo o montante arrecadado até o momento e os investidores que fizeram uma reserva de investimento. Há, por fim, uma sessão destinada a perguntas e respostas em que há um diálogo direto entre os interessados em investir e a equipe da empresa.

Se o investidor decidir realizar o investimento, ele deverá fazer uma reserva no próprio *website*, indicando o montante total que quer contribuir. Uma vez atingida a meta de arrecadação (a qual pode ser de 90%, 100% ou outra porcentagem atribuída, dependendo da plataforma), todos aqueles que fizeram a reserva receberão a documentação necessária para aderirem à operação, a qual deverá ser assinada eletronicamente.

Com a nova regra, entretanto, a prática hoje adotada pelas plataformas tende a variar um pouco. Isso porque, enquanto antes não havia limitação de investimentos, a Instrução CVM 588 dispôs em seu artigo 4º que o montante total a ser aplicado pelo investidor seja limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto se for um investidor-líder, investidor qualificado ou cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), sendo que nesta última hipótese o montante total de investimento poderá ser ampliado para 10% (dez por cento) do maior destes valores por ano-calendário.

Esta limitação de investimento acabou sendo criticada durante a audiência pública para discussão da Instrução CVM 588. No Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877, alguns participantes enfatizaram suas preocupações no sentido de que este limite poderia restringir o volume total de investimento no mercado, o que de certa forma serviria para inibir o desenvolvimento do *investment-based crowdfunding* no Brasil (CVM, 2016b, p. 45). A Comissão de Valores Mobiliários, entretanto, reiterou a relevância de se estipular esta limitação em prol de uma maior segurança, dado a permissão de se admitir investidores não-qualificados:

A CVM entende que o valor mobiliário objeto das ofertas públicas realizadas por meio do *crowdfunding* de investimento possui riscos adicionais quando comparados a outros investimentos existentes no mercado de capitais e que demandariam uma

qualificação do investidor. Contudo, a própria natureza do crowdfunding não se coaduna com a exigência de qualificação, na medida em que se pressupõe que o financiamento será provido pela multidão, cada um contribuindo com um pouco. A CVM respeitou a natureza do produto e não restringiu um valor mobiliário de uma sociedade empresária de pequeno porte, sem liquidez, a investidores qualificados. Contudo, o estabelecimento de limites individuais de investimento é uma regra de ouro para permitir essa flexibilização de inclusão de investidores não considerados qualificados e segue a lógica regulatória da ampla maioria dos países que já regulamentou o tema (CVM, 2016b, p. 47).

Outro ponto que foi bastante questionado com relação a esta limitação de valores é que, inicialmente, a Comissão de Valores Mobiliários exigia uma verificação comprobatória por parte das plataformas para se certificar que os investidores possuíam patrimônio líquido de investimento ou renda acima de R\$100.000,00 (cem mil reais) e conseqüentemente autorizar investimentos acima de R\$10.000,00 (dez mil reais). Muitos consideraram esta apresentação comprobatória um entrave e uma possibilidade pouco realista de se concretizar, uma vez que inibiria investidores de abrirem seus valores investidos (CVM, 2016b, p. 50).

A Comissão de Valores Mobiliários, entendendo as críticas feitas e de forma acertada, optou por definir um padrão de auto declaração do investidor alegando que possui capacidade de investimento acima do limite estipulado. Assim, de acordo com o artigo 4º, parágrafo único, da Instrução CVM 588, as plataformas poderão autorizar investimentos acima de R\$10.000,00 (dez mil reais) por investidor, desde que recebam uma declaração assinada por este conforme modelo constante dos Anexos 4-A e 4-B da Instrução CVM 588.

3.1.1. Os sindicatos

Uma opção que está à disposição dos investidores nas plataformas é a possibilidade de liderar um sindicato ou fazer parte de um. Este é um modelo relativamente novo no Brasil, mas já vem sendo usado no cenário internacional desde 2013, tendo a plataforma AngelList como uma de suas pioneiras (CVM, 2016a, p. 16).

A Comissão de Valores Mobiliários, por meio do Edital de Audiência Pública CVM/SDM n. 06/2016, que disponibilizou a minuta preliminar da Instrução CVM 588 para análise do mercado, apresenta um conceito bem claro do que seria um sindicato:

Nesse modelo, um investidor anjo, experiente na liderança de rodadas iniciais de captação para empresas startups (seed rounds), apresenta, em uma plataforma, diversas propostas de investimento a grupos de investidores qualificados (apoiadores, backers) que manifestaram interesse prévio em apoiá-lo, passando a aplicar conjuntamente seus recursos em um veículo coletivo denominado *syndicate* (o termo *sindicato* vem sendo utilizado por participantes do mercado no Brasil). Nos

EUA, é comum que cada sindicato seja estruturado na forma de uma limited liability company – LLC (CVM, 2016a, p. 16).

O investidor-anjo, nestes casos, é considerado o investidor-líder do projeto. No Brasil, é comum esta estrutura ser desenvolvida mediante a criação de Sociedades de Propósito Específico – SPE, onde os investidores se tornam sócios entre si e fazem o aporte de capital na empresa por meio deste veículo, sendo que o investidor-líder poderá fazer jus a uma remuneração atrelada à performance do sindicato. A própria Comissão de Valores Mobiliários se manifestou favorável a esta estrutura por entender ser benéfica ao mercado, mas ressalta que existem diversas questões que devem ser tratadas com cautela para que os investidores que aderiram ao sindicato não sejam prejudicados⁶.

Como se verá mais à frente, esta estrutura será importante para o aprimoramento das melhores práticas do *investment-based crowdfunding* no Brasil, servindo como uma opção viável para garantir uma maior segurança aos seus participantes. Inclusive, as principais plataformas estrangeiras utilizadas como referência para este trabalho, como a Crowdfunder, a SyndicateRoom, a OurCrowd e a própria AngelList, utilizam o sindicato como a principal estrutura de investimentos, permitindo investimentos isolados pelos demais investidores apenas em caráter de exceção.

3.2. O PROCESSO DE CAPTAÇÃO

O primeiro passo para quem quer captar recursos é cadastrar o perfil tanto da empresa quanto dos sócios e equipe envolvidos. Há plataformas que se colocam a disposição para ajudar na preparação de toda a campanha por meio de conversas diretas com seus funcionários, enquanto outras dispõe de dicas e sugestões de como o perfil deve ser criado, incentivando a inclusão de algumas informações que sejam capazes de atrair investidores. É incentivado ainda o uso de gráficos e vídeos que sejam capazes de chamar atenção do público-alvo. Um fator importante é que cada empresa define a sua própria avaliação, somente podendo buscar investidores quando já tiver o seu valor definido, cabendo a cada investidor interessado verificar se a avaliação divulgada pela empresa é justa.

Além disso, a empresa deve preparar todo o material de captação, contendo as informações acerca de seus negócios e que deverão ser apresentados aos potenciais

⁶ Para mais informações a respeito do tema, recomenda-se a leitura do capítulo 4.9 do Edital de Audiência Pública CVM/SDM n. 06/2016.

investidores⁷. É importante frisar que o mero cadastramento não necessariamente torna a empresa elegível para captação de investimentos, uma vez que algumas plataformas adotam um modelo de análise de viabilidade para decidir se a sociedade poderá realizar alguma rodada dentro de seus sistemas.

Após a conclusão do cadastro e aprovação pela plataforma, a empresa está apta a iniciar uma rodada de captação. Cada plataforma oferece uma estrutura diferente para o processo de procura por investidores, podendo ainda dividir em estágios de modo a favorecer aqueles que tenham algum tipo de relacionamento com a empresa. É o caso, por exemplo, da Kria, que divide a rodada em três etapas: “*pilot fishing*”, “captação privada” e “captação pública”. Uma breve descrição de cada uma delas pode ser encontrada em seu *website*:

Pilot fishing: a empresa não aparece na lista das empresas captando na plataforma, exceto para alguns poucos investidores estratégicos ou para aquelas pessoas que já fazem parte da rede de contato dos próprios empreendedores. *Neste momento, é importante que o empreendedor mobilize sua rede de contatos e encontre investidores estratégicos que darão os melhores feedbacks e suporte à sua oferta.*

Captação Privada: após conseguir as primeiras reservas de investimento, as empresas em geral passam para uma etapa chamada no Broota de “Roadshow”, que é termo usado no mercado de capitais para as apresentações organizadas por empresas e seus bancos de investimentos para os investidores de maior porte ou estratégicos. As startups na plataforma em geral selecionam de 100 a 1.000 investidores para conhecerem o negócio antes dos demais. É durante o RoadShow que os fundadores realizam a apresentação online da oferta - o famoso pitch - , e esclarecem eventuais dúvidas dos potenciais investidores.

Captação Pública: após ter captado - idealmente- mais de 30% do valor pretendido da rodada online com investidores estratégicos, a maioria das empresas abre a oferta para o público, permitindo que dezenas de milhares de pessoas conheçam o seu negócio e tenham a oportunidade de se tornar investidores e embaixadores do seu produto. Aproveite para divulgar a Oferta em suas redes sociais, blog e newsletter para clientes e fornecedores (KRIA, 2017).

Esta divisão tem como objetivo dar prioridade para investimento aos participantes que sejam conhecidos dos sócios da empresa, somente abrindo para o público em geral quando os mais próximos na rede de contatos já estiverem com suas reservas feitas. Isso permite, por exemplo, que aqueles que fizeram a reserva antes da abertura para o mercado também contribuam para divulgar a empresa investida, fornecendo suas opiniões com relação a ela. O fato de terem já feito a reserva atribui-lhes legitimidade para argumentar a favor da empresa e serve de conforto ao potencial investidor na tomada de decisão a respeito do investimento.

A nomenclatura que se tem dado para cada uma destas etapas, entretanto, precisa ser avaliada com ressalvas e fica o questionamento se continuará sendo adotada pela plataforma

⁷ A Instrução CVM 588 optou por indicar quais são as informações mínimas a serem disponibilizadas pelas empresas.

após a criação da Instrução CVM 588. Os termos “captação privada” e “captação pública” são bastante relevantes para definição da competência da Comissão de Valores Mobiliários como órgão responsável por regular uma atividade de investimento, sendo que qualquer oferta pública de valores mobiliários necessariamente estará sujeita às leis de mercado de capitais no Brasil e, conseqüentemente, das regulamentações da Autarquia.

Se levarmos em consideração a descrição de cada uma destas etapas, o questionamento que se deve fazer é se a “captação privada” mencionada acima não deveria ser considerada efetivamente como pública, dado as características típicas deste conceito que serão exploradas mais adiante. O próprio termo “*Roadshow*”, por exemplo, é tipicamente usado em uma oferta pública para descrever o processo de busca de investidores que estejam interessados em investir no produto em questão, sendo que o número de investidores que se pretende alcançar nesta busca (no caso, entre 100 e 1.000) parece amplo o suficiente para que fique caracterizada uma oferta pública. Neste sentido, é importante que a plataforma se atente para estes conceitos para somente iniciar a etapa que ela chama de “captação privada” após a obtenção de todas as dispensas de registro de ofertas públicas estipuladas na Instrução CVM 588.

Feita esta ressalva, a conclusão que se chega ao analisar este processo de investimento é que as plataformas de fato se dedicam a aprimorar as ofertas de investimento realizadas em seus sistemas, assessorando os empreendedores no processo de captação para disponibilizar uma oferta de maior qualidade aos interessados, muito embora busquem ressaltar que sua função seja exclusivamente a de oferecer a tecnologia necessária para reunir investidores e empreendedores, como é o caso da Kria⁸. Esta prática é essencial para definir a função que as plataformas de fato exercem no mercado de *investment-based crowdfunding*. A dúvida que fica – e que é central para os objetivos deste trabalho – é se estes esforços hoje empreendidos são suficientes para garantir uma maior segurança aos seus participantes.

A Comissão de Valores Mobiliários, atenta a esta dinâmica, buscou estabelecer exigências mínimas que devem ser observadas pelas plataformas quando da aceitação de uma oferta em seus sistemas, desenvolvendo padrões de diligência que vão além da prática adotada anteriormente à nova regulamentação. Estas regras, entretanto, não foram unanimidade no mercado e trouxe à tona a discussão acerca de qual função as plataformas devem de fato exercer perante seus participantes, a qual será explorada mais adiante.

⁸ Art. 3.3 do Termos de Uso da Kria. Disponível em <<https://www.kria.vc/termos-de-uso>>. Acesso em 09 de maio de 2018.

3.3. ESTRUTURAS JURÍDICAS DO INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING

Passada a análise dos processos de captação e investimento, faz-se necessário discorrer sobre as estruturas jurídicas atualmente adotadas no Brasil no âmbito do *investment-based crowdfunding*. Esta análise não pode prescindir de um conhecimento sobre o regramento legal aplicável ao mercado de capitais brasileiro e da competência da Comissão de Valores Mobiliários para regular este mercado, justificando-se assim a publicação da Instrução CVM 588 pela Autarquia. Isso permitirá ao leitor identificar porque o *investment-based crowdfunding* é caracterizado como uma atividade desenvolvida no mercado de capitais e qual a preocupação da Comissão de Valores Mobiliários com relação a ele.

Um fator determinante para a escolha das estruturas hoje adotadas é que, como se falou, até há pouco tempo não havia no Brasil uma regulamentação que tratasse da matéria. Isso permitiu que as plataformas buscassem inspiração em conceitos adotados em outros países, principalmente nos Estados Unidos, os quais diferem da forma tradicional de investimento direto realizado por sócios de empresas brasileiras.

Um dos formatos adotados funciona de forma similar às *convertible notes* norte-americanas, em que o investidor inicialmente transfere recursos para as empresas a título de empréstimos conversíveis em participação societária. O racional por trás desta estrutura é que o investidor ainda não se tornaria sócio da sociedade (a qual estaria em sua fase embrionária), conseqüentemente não incorrendo nos mesmos riscos inerentes a esta figura, e somente adquiriria uma participação no seu capital social caso ficasse evidente que a empresa seria bem-sucedida (MARQUES, 2012, p. 23-25).

A documentação que reflete este modelo, entretanto, difere entre as plataformas. No caso da Kria, cada empresa captando recursos é responsável por apresentar os seus próprios contratos para análise dos investidores, embora todos eles possuam um mesmo formato em que há uma espécie de título cartular (*i.e.*, títulos que dão direito ao portador de convertê-los em participação societária) contendo cláusulas regulando as condições do investimento⁹. Já no caso da StartMeUp, o documento é um Termo de Investimento assinado entre o investidor e a empresa investida que igualmente regula os termos e condições da contribuição. Com relação à plataforma EqSeed, não foi possível analisar os documentos disponibilizados pelas

⁹ Durante a pesquisa, foi possível notar que as minutas disponibilizadas na plataforma da Kria eram bastante semelhantes, com apenas algumas variações de cláusulas.

empresas, pois estes só estavam disponíveis para aqueles que fizessem uma reserva de investimento.

Conforme é possível depreender da análise individual de cada um destes modelos, a sua estrutura básica comporta cláusulas robustas regulando a relação entre o par investidor-empresa investida. Inclui-se, entre outras, obrigações e declarações de ambas as partes, direitos conferidos às quotas das empresas investidas, hipóteses de vencimento antecipado ou, no caso dos contratos da Kria, até mesmo regras aplicáveis à assembleia geral de titulares dos títulos conversíveis. Há previsão ainda de cláusula de incidência de juros sobre o valor em aberto desembolsado pelo investidor e, a mais relevante delas, aquela que contém as hipóteses em que o valor investido poderá ou deverá, conforme o caso, ser convertido em participação na sociedade. Estas hipóteses de conversão geralmente estão associadas a duas “estratégias de saída”, termo bastante utilizado em operações de *venture capital* e investimento-anjo para se referir a eventos de liquidez em que os investidores poderão reaver o seu investimento mediante a venda de sua participação: a realização de uma oferta pública de ações (*IPO – Initial Public Offer*, em inglês) ou a venda estratégica do controle da empresa, na qual o investidor minoritário (aquele que investiu pelo *investment-based crowdfunding*) terá a opção de vender sua participação junto com os sócios controladores ao terceiro interessado em adquirir a empresa (cláusula também conhecida como *tag along*). Caso nenhuma destas hipóteses aconteçam, o investidor pode ter a possibilidade de converter a participação na data de vencimento do título.

Desta estrutura, um aspecto importante precisa ser mencionado: o intuito do investimento jamais é fazer com que haja uma relação entre sócios (fundadores e investidores minoritários) durante a vida empresarial. Inclusive, os contratos analisados continham cláusulas dispondo que aqueles que aportaram recursos deviam renunciar a qualquer direito de preferência caso viessem a se tornar sócios. Há, assim, uma implicação de impessoalidade entre as partes. Esta característica faz todo o sentido se pensar que qualquer pessoa pode se tornar sócio da empresa, o que seria desestimulante para seus fundadores já que não teriam controle sobre aqueles que irão adquirir participação no seu novo negócio.

Ora, olhando objetivamente, conclui-se que esta estrutura almeja objetivos semelhantes às próprias sociedades por ações. Sabe-se que uma das principais características deste tipo societário é que seu elemento principal é o capital contribuído, e não necessariamente os seus sócios, conforme preceitua Arnaldo Rizzardo:

Neste tipo de sociedade, as aptidões, a personalidade e o caráter do sócio são irrelevantes para o sucesso ou insucesso da empresa explorada pela sociedade. As

qualidades subjetivas do acionista não interferem de forma alguma no desempenho da sociedade. O único fator a considerar é a contribuição material dada para a sociedade. O sócio pode alienar sua participação societária a quem quer que seja, independentemente da anuência dos demais. Por isso, diz-se que a sociedade anônima é sociedade de capital. (RIZZARDO, 2012, p. 278).

A doutrina e a jurisprudência brasileira até trouxeram opiniões divergentes acerca da real ausência de vínculo entre os sócios, pois grande parte das sociedades anônimas hoje constituídas possui uma estrutura fechada em que os sócios são conhecidos ou até mesmo familiares, fazendo com que o seu relacionamento seja essencial para o funcionamento da empresa (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, p. 224). Ainda assim, não se pode negar que este tipo societário seria o mais adequado para a prática do *investment-based crowdfunding* em termos de estrutura, já que permite a mesma característica de impessoalidade dos sócios.

Entretanto, como foi possível observar durante a pesquisa realizada junto às plataformas, todas as empresas captando investimento eram sociedades limitadas. A empresa investida somente seria transformada em sociedade por ações na medida em que ocorresse um dos eventos de conversão indicados acima, ou seja, nas hipóteses em que todos os investidores poderiam se tornar acionistas da empresa. A conversão, conseqüentemente, seria feita em ações preferenciais, não atribuindo aos investidores direito a voto e conseqüentemente mantendo a impessoalidade permitida pela sociedade anônima.

A razão de ser desta estrutura utilizada na época – utilização de sociedades limitadas ao invés de sociedades anônimas - será melhor abordada mais adiante, mas é crucial para entender os principais aspectos jurídicos dos “títulos conversíveis em participação” adotados hoje na prática brasileira.

3.3.1. Características jurídicas das notas conversíveis - o conceito de valores mobiliários e a competência da Comissão de Valores Mobiliários para regular o *investment-based crowdfunding*

No capítulo anterior, verificou-se que uma das estruturas mais comumente adotadas na prática do *investment-based crowdfunding* no Brasil é a utilização das chamadas “notas conversíveis”, as quais são muito similares às *convertible notes* norte-americanas e não possuem nenhuma previsão normativa no Brasil. Em trabalho realizado sobre inovações contratuais em operações de *venture capital*, John Coyle e Joseph Green destacam que as *convertible notes* são instrumentos de dívidas que podem ser convertidas em participação

societária. É, portanto, equivalente a um mútuo, com data de vencimento, incidência de juros e que coloca os seus portadores em mesmo grau de prioridade do que outros credores quirografários, podendo a sua conversão se dar em ações preferenciais ou ordinárias (COYLE; GREEN, 2014, p. 151). Em outras palavras, trata-se de um instrumento de captação de recursos que envolve um ou vários investidores que se vinculam por meio de uma operação de mútuo, a qual é regida por um instrumento jurídico que regula toda a relação entre aqueles que investiram e a empresa que captou recursos.

O fato de não possuir previsão normativa no Brasil, entretanto, não impede que estes instrumentos – ou qualquer outro que possa ser utilizado no âmbito do *investment-based crowdfunding* para concretizar os investimentos – sejam considerados valores mobiliários para fins da regulamentação em vigor e, conseqüentemente, estejam no escopo de supervisão e regulação da Comissão de Valores Mobiliários.

O conceito de valor mobiliário já foi objeto de muita discussão acadêmica, pois se trata de um instituto complexo e de difícil categorização. No Brasil, o legislador optou por estabelecer um rol exemplificativo do que seria um valor mobiliário ao invés de tentar apresentar um conceito mais abstrato, como é feito geralmente em outros países. Este rol está previsto no artigo 2º lei n. 6.385/76, também conhecida como a lei do mercado de capitais¹⁰, o qual dispõe que são valores mobiliários, dentre outros lá listados, quaisquer títulos ou contratos de investimento que sejam ofertados publicamente:

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 (grifo nosso). (BRASIL, 1976).

A partir da leitura deste artigo, é possível delimitar dois fatores fundamentais que servem para definir o conceito de valores mobiliários. O primeiro é o objeto em si, os quais

¹⁰ A mesma lei estabelece que as atividades que envolvem emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários são por ela supervisionadas e reguladas, ao mesmo tempo em que institui a Comissão de Valores Mobiliários e confere a ela o poder de regulamentar e fiscalizar estas atividades.

são elencados a partir do rol acima listado e inclui ações, debêntures, cotas de fundos de investimento, contratos de derivativos, dentre outros. No inciso “IX”, o objeto possui uma definição um pouco mais ampla, não oferecendo um conceito específico (“títulos” ou “contratos de investimento coletivo” são termos relativamente abstratos e que não conferem identificação com um instrumento em espécie), mas apresenta características suficientes para que possamos identificar os cenários que a lei estaria cobrindo, ou seja, poderão ser considerados valores mobiliários os títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem determinados direitos, seja de participação, de parceria ou remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Entretanto, para este caso específico do inciso IX, não basta que o título ou contrato de investimento coletivo tenha estas características. É necessário que também haja o segundo fator fundamental: que estes instrumentos sejam ofertados publicamente. Daí dizer que o rol estabelecido no art. 2º é exemplificativo, ou seja, a lei é abrangente o suficiente para prever que quaisquer títulos poderão ser considerados valores mobiliários, desde que apresentem algumas características que lhes sejam inerentes e que sejam objetos de uma oferta pública.

Vale dizer que esta opção do legislador por incluir um item mais abrangente na definição de valores mobiliários é sintomática principalmente em razão das dificuldades que se têm no âmbito acadêmico de atribuir o que seria propriamente um “valor mobiliário”. Ao apresentar um conceito amplo, o legislado transferiu à Comissão de Valores Mobiliários a responsabilidade de estabelecer uma definição de acordo com a prática de mercado, sem que houvesse necessidade de ficar atualizando o rol toda vez que surgisse um novo instrumento passível de ser caracterizado como valor mobiliário.

É o que nos ensina Norma Jonssen Parente:

A definição aberta do inc. IX deu poderes à Autarquia para decidir em casos concretos se certos instrumentos são ou não valores mobiliários, permitindo que a CVM acompanhe as inovações de mercado de forma dinâmica e eficiente.

(...)

Pode-se dizer, portanto, que o fundamento básico da definição de valores mobiliários no Brasil ficou relegado ao inc. IX do art. 2º da Lei da CVM, após a alteração incluída pela Lei 10.303/2001. Marco importante na legislação brasileira, a inserção deste conceito genérico, aberto, de valor mobiliário evita a constante atualização da lei. (CARVALHOSA; PARENTE, 2016, p. 138).

Em relação especificamente ao conceito de oferta pública, Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henrique definem que “a oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais” (EIZIRIK, et. al., 2008, p.133).

Entretanto, este conceito nem sempre é claro e exige certos elementos que sejam essenciais para sua caracterização. Embora haja a necessidade de apelo ao público por meio de utilização de meios de comunicação capazes de atingir pessoas indeterminadas em larga escala, cada caso irá ditar se o mero endereçamento já seria capaz de configurar uma oferta como pública (EIZIRIK, et. al., 2008, p.137).

No Brasil, alguns destes elementos estão elencados na lei n. 6.385/76, que determina, em seu artigo 19, §3, quais atividades poderiam ser caracterizadas como oferta pública: “(i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; (ii) a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; e (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação”. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio das Instruções n. 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM 400”) e n. 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”)¹¹, ampliou ainda mais este conceito ao trazer novos elementos caracterizadores. Dispõe o artigo 3º da Instrução CVM 400:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. (BRASIL; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2003).

Nota-se, portanto, que o meio de comunicação e o fato de atingir um número *indeterminado* de pessoas são fortes elementos indicativos de que a oferta deverá ser

¹¹ A Instrução CVM 400 trata das ofertas públicas de modo geral, enquanto a Instrução CVM 476 regulamenta a chamada oferta pública “com esforços restritos”. Nas ofertas públicas com esforços restritos, fica permitida a procura de apenas 75 investidores profissionais, sendo que somente 50 deles podem adquirir o valor mobiliário ofertado. O público-alvo são os investidores profissionais (conforme definidos em regulamentação) justamente pela ausência de necessidade de divulgação de informações amplas sobre o instrumento ofertado.

considerada pública e, conseqüentemente, ser supervisionada pela Comissão de Valores Mobiliários. A Internet, neste cenário, é o meio de comunicação por excelência para atingir grandes públicos, pois está disponível para qualquer pessoa localizada no território nacional que deseje acessá-la. Nas palavras do professor Ary Oswaldo Mattos Filho, “uma oferta feita pela Internet é sem dúvida uma oferta pública” (MATTOS FILHO, 2015, p. 316).

A partir destes conceitos, é possível enquadrar as estruturas de *investment-based crowdfunding* adotadas hoje no Brasil como uma oferta pública de valores mobiliários, uma vez que as plataformas atuantes adotam uma sistemática em que disponibilizam ao público investidor, por meio da Internet, uma gama de empresas em que eles podem realizar um investimento por meio da assinatura de um contrato (coletivo) de empréstimo conversível em ações ou pela simples compra e venda de participação societária. Os instrumentos ofertados nas plataformas, ainda que não possuam um enquadramento normativo no Brasil, possuem justamente as características de valores mobiliários elencados no art. 2º da Lei n. 6.385/76, quais sejam, ser um título (aqui, conforme falamos, utilizando-se uma nomenclatura mais abstrata e que não se refere a um instituto jurídico específico) ou contrato de investimento coletivo, os quais conferem direitos de participação ou remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. A própria definição de “contrato de investimento coletivo” é utilizada como sinônimo de valor mobiliário, conforme dispõe Norma Jonssen Parente:

Contrato de investimento coletivo (CIC) é um conceito que foi utilizado pela primeira vez na legislação brasileira na Lei 10.198/2001, oriunda da MedProv 1.637/1998. Este conceito é utilizado como sinônimo do próprio conceito de valores mobiliários, servindo de base para a definição de todos os seus tipos de instrumento. A sua previsão legal está positivada no inc. IX, do art. 2º, da Lei da CVM. O objetivo do conceito, criado na Lei 10.198/2001 e posteriormente utilizado na Lei 10.303/2001, foi dar maior segurança ao mercado de capitais, garantindo que a CVM possa acompanhar e fiscalizar todas as operações que envolvam títulos ou contratos de investimento coletivo “que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”. (CARVALHOSA; PARENTE, 2016, p. 224 e 225).

Portanto, o que se conclui é que a Comissão de Valores Mobiliários possui competência para regular este mercado. Este entendimento fica ainda mais evidente se levarmos em consideração o caráter protetivo exigido pela regulamentação de mercado de capitais, no sentido de assegurar aos seus participantes padrões mínimos de atuação que sejam suficientes para garantir a todos os envolvidos uma segurança jurídica que gere confiabilidade nas transações, tendo a Comissão de Valores Mobiliários como Autarquia responsável por garantir este ambiente seguro (CARVALHOSA; PARENTE, 2016, p. 51).

3.3.2. Registro de oferta pública junto à Comissão de Valores Mobiliários

A lei n. 6.385/76 estabelece, em seu artigo 19, que nenhuma oferta pública de valores mobiliários será realizada sem o seu prévio registro junto à Comissão de Valores Mobiliários, sendo que coube ainda à Autarquia regulamentar este procedimento de registro e indicar as exceções pelas quais poderia ser dispensado. O registro é necessário pois é uma forma de assegurar que toda oferta atenderá aos padrões exigidos pela regulamentação em vigor e irá tratar com equidade todos os potenciais investidores no momento do recebimento das informações relevantes para análise do instrumento ofertado (CARVALHOSA; PARENTE, 2016, p. 421).

O procedimento para obtenção do registro, desenvolvido pela própria Comissão de Valores Mobiliários por meio da Instrução CVM 400, implica na formulação de um pedido pela instituição contratada pelo ofertante para atuar na distribuição de valores mobiliários, acompanhado de todos os documentos essenciais à oferta, os quais podem incluir material publicitário, prospecto contendo todas as informações relevantes da operação (as exigências mínimas para elaboração do prospecto estão elencadas na própria Instrução CVM 400), bem como demais documentos jurídicos necessários para estruturar a operação. Uma vez apresentada a documentação, a Comissão de Valores Mobiliários irá analisá-la e formular eventuais exigências caso entenda que os documentos ainda não estão adequados para apresentação ao público investidor, as quais precisarão ser atendidas pelos participantes da oferta antes do registro ser concedido.

Assim, regra geral e antes da criação da Instrução CVM 588, toda captação de recursos junto a uma plataforma de *investment-based crowdfunding* precisaria primeiro ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários antes que pudesse ser realizada. Acontece que este processo era bastante custoso, pois envolveria, conforme o caso, a contratação de assessores financeiros, advogados, auditores independentes, custodiante, escriturador e outros intermediários exigidos pela regulamentação em vigor para dar mais segurança à operação. Apenas a título de exemplo, a documentação exigida pela Comissão de Valores Mobiliários, incluindo o prospecto, geralmente possui centenas de páginas que precisam ser preenchidas com diversas informações a respeito da operação, seja do produto, do ofertante, e até mesmo dos intermediários da oferta. Isso demanda uma quantidade relevante de horas dos assessores,

o que reflete nos custos incorridos pela empresa emissora. Esta alta soma de custos e tempo acaba servindo de obstáculo para que uma empresa se utilize da via do mercado de capitais para obter recursos, muitas vezes preferindo seguir com a forma tradicional de financiamento bancário. Este fator é ainda mais agravante no mercado de *investment-based crowdfunding*, onde os maiores interessados são empreendedores ainda em início de atividade e que não possuem capital suficiente para arcar com este tipo de operação.

A consequência disso é que o mercado buscou alternativas dentro da própria regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários para viabilizar esta atividade. A saída encontrada foi utilizar-se do artigo 5º da Instrução CVM 400, o qual dispunha que ficavam automaticamente dispensadas de registro as ofertas públicas de distribuição realizadas por empresas de pequeno porte e microempresas, conforme definidas por lei. Uma condição adicional para esta dispensa é que as empresas não podiam captar mais de R\$2.400.000,00 por oferta dentro de um período de 12 meses.

As empresas de pequeno porte e microempresas são reguladas pela Lei Complementar n. 123/06, também conhecida como Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, a qual especifica alguns requisitos mínimos a serem observados por pessoas jurídicas para que possam ser configuradas como tal. Além de terem que observar regras de capital mínimo¹², as pessoas jurídicas não poderão contemplar determinadas características elencadas no art. 3, parágrafo 4º, da referida Lei:

§ 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica:

I - de cujo capital participe outra pessoa jurídica;

II - que seja filial, sucursal, agência ou representação, no País, de pessoa jurídica com sede no exterior;

III - de cujo capital participe pessoa física que seja inscrita como empresário ou seja sócia de outra empresa que receba tratamento jurídico diferenciado nos termos desta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do **caput** deste artigo;

IV - cujo titular ou sócio participe com mais de 10% (dez por cento) do capital de outra empresa não beneficiada por esta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do **caput** deste artigo;

V - cujo sócio ou titular seja administrador ou equiparado de outra pessoa jurídica com fins lucrativos, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do **caput** deste artigo;

VI - constituída sob a forma de cooperativas, salvo as de consumo;

VII - que participe do capital de outra pessoa jurídica;

¹² Cf. art. 3, da Lei Complementar n. 123/06, microempresas têm que auferir, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000 (trezentos e sessenta mil reais), enquanto empresas de pequeno porte têm que auferir receita bruta superior a R\$ 360.000 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000 (quatro milhões e oitocentos mil reais).

VIII - que exerça atividade de banco comercial, de investimentos e de desenvolvimento, de caixa econômica, de sociedade de crédito, financiamento e investimento ou de crédito imobiliário, de corretora ou de distribuidora de títulos, valores mobiliários e câmbio, de empresa de arrendamento mercantil, de seguros privados e de capitalização ou de previdência complementar;

IX - resultante ou remanescente de cisão ou qualquer outra forma de desmembramento de pessoa jurídica que tenha ocorrido em um dos 5 (cinco) anos-calendário anteriores;

X - constituída sob a forma de sociedade por ações (grifo nosso);

XI - cujos titulares ou sócios guardem, cumulativamente, com o contratante do serviço, relação de pessoalidade, subordinação e habitualidade. (BRASIL, 2017).

O item X diz especificamente que as empresas de pequeno porte e microempresas não podem ser constituídas como sociedades por ações (que seria o tipo societário mais adequado para este mercado, conforme já visto acima). Este é o principal fator que fez com que as empresas que captassem recursos por meio do *investment-based crowdfunding* fossem constituídas sob a forma de sociedade limitada. Com a Instrução CVM 588, a Autarquia optou por não fazer esta restrição, autorizando que as empresas constituídas sob qualquer tipo societário possam se beneficiar deste mercado, desde que possuam receita bruta anual abaixo de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e não captem mais de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) por ano.

3.3.3. Registro das plataformas como distribuidores de valores mobiliários

Dando sequência ao estudo da infraestrutura e arcabouço regulatório de mercado de capitais aplicáveis ao *investment-based crowdfunding*, passa-se à análise da qual é considerada a principal participante deste mercado: a plataforma. A delimitação das funções das plataformas é um elemento chave para estabelecer a dinâmica entre as relações de todos os participantes que deverá ser adotada a partir da criação da Instrução CVM 588, ao mesmo tempo em que foi objeto de grande discussão no processo de criação da nova regulamentação.

O aspecto central desta discussão foi tentar responder se as plataformas devem ser consideradas como membros efetivos do sistema de distribuição brasileiro ou se a sua função se limita a disponibilizar a tecnologia que servirá de ponto de encontro entre os investidores e empreendedores, funcionando apenas como um “mural” de ofertas.

Em trabalho feito por Leilani Dian Mendes (MENDES, 2016), concluído antes da discussão acerca da Instrução CVM 588, a autora realizou um estudo sobre a Kria com o objetivo de atribuir uma classificação jurídica às plataformas a partir das atividades exercidas

por ela, verificando a possibilidade de enquadrá-las como um mercado de balcão organizado ou mercado de balcão não organizado (MENDES, 2016, p. 89).

A conclusão que se chegou à época foi que as plataformas não podem ser consideradas como mercado de balcão, tendo em vista alguns aspectos identificados na sua prática, incluindo a ausência de serviços típicos de um intermediário de uma oferta como administração ou controle financeiro dos valores mobiliários negociados (MENDES, 2016, p. 111). A autora, porém, fez algumas sugestões de qualificações possíveis, visando enquadrá-la como uma agente ou intermediadora, admitindo ainda um possível terceiro enquadramento que seria a sua classificação como integrante do sistema de distribuição brasileiro caso a Comissão de Valores Mobiliários viesse assim a regulamentar (MENDES, 2016, p. 113).

A própria Autarquia parecia entender, na época, que as plataformas não possuíam atribuições de intermediários de uma oferta pública (MENDES, 2016, p. 111), visão esta que parecia ser compartilhada pelo mercado. Como se viu, algumas das funções exercidas pelas plataformas durante as rodadas de investimentos realizadas em seu ambiente antes da criação da Instrução CVM 588 incluía a divulgação em seus sistemas das ofertas de investimento para potenciais investidores e a realização de trabalhos administrativos e de suporte perante as empresas que estão interessadas em obter investimento. Esta atividade de suporte, por certo, era realizada com o intuito exclusivo de garantir uma melhor qualidade de divulgação, mas era feita com a ressalva expressa de que se tratava de mera disponibilidade da plataforma, sem que houvesse qualquer responsabilidade sua neste sentido.

Com a Instrução CVM 588, a Comissão de Valores Mobiliários seguiu um rumo diferente do praticado pelo mercado, optando por dar um maior enfoque a estas atividades auxiliares ao caracterizar a plataforma como uma distribuidora de valores mobiliários sujeita a registro na Autarquia (CVM, 2016a, p. 13)¹³.

Neste sentido, destaca Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henrique, sobre a função exercida por uma distribuidora:

A função econômica fundamental do *underwriter* é a de servir como um elo de aproximação entre a empresa que emite publicamente os títulos e os investidores, prestando assessoria à companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários. Num primeiro momento, o *underwriter* realizar um estudo de viabilidade econômica da distribuição pública, levando em consideração as características da companhia emissora e de seus papéis e as

¹³ Conforme Edital de Audiência Pública CVM/SDM n. 06/2016, a Comissão de Valores Mobiliários justificou a semelhança das plataformas como distribuidoras de valores mobiliários com base no artigo 15, inciso I, da lei n. 6.385/76.

condições do mercado de capitais na ocasião em que se pretende proceder à colocação. Posteriormente, uma vez tendo a companhia decidido efetivamente emitir seus valores mobiliários publicamente, o *underwriter* desenvolver, em conjunto com a companhia, a montagem da operação, examinando o volume de títulos, as condições de liquidez do mercado para tais papéis, bem como as possibilidades de sua absorção por parte do público investidor. Em seguida, deverá o *underwriter* assistir a empresa em todas as fases do desenvolvimento da operação: a convocação e a realização da Assembleia Geral ou da reunião do Conselho de Administração; registros perante a CVM; elaboração do prospecto de venda e de outros documentos publicitários distribuídos ao público. Uma vez montada a emissão e registrada na CVM, compete ao *underwriter* desenvolver o processo de efetiva colocação pública dos valores mobiliários, nos termos e condições contratados com a companhia emissora. (EIZIRIK, et. al., 2008, p. 165 e 166).

Em outras palavras, as distribuidoras de valores mobiliários atuam como efetivos intermediários de uma oferta pública, não funcionando apenas como um “elo” entre a relação investidor-empresendedor, mas também garantindo que a operação ocorra dentro dos limites legais e regulatórios estabelecidos pela regulamentação, sob pena de serem responsabilizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. No entendimento da Autarquia, esta é exatamente a função que as plataformas têm que exercer:

Ao considerar a possibilidade de atuação da plataforma no âmbito do sistema de distribuição de valores mobiliários durante a elaboração da Minuta, a CVM entendeu necessário que esse participante cumpra o papel de *gatekeeper*, assumindo um conjunto de responsabilidades perante os investidores e a CVM. Essa função é de grande relevância, posto que as ofertas serão conduzidas em regime de dispensa automática de registro e, portanto, não haverá qualquer apreciação prévia por parte das áreas técnicas da CVM. Assim, foram estabelecidas exigências para o adequado cumprimento desse papel, elencadas nos seguintes dispositivos: art. 3º, I, art. 4º, parágrafo único, e arts. 19 a 24 (CVM, 2016a, p. 14).

Esta definição das plataformas como distribuidora de valores mobiliários foi bastante questionada pela Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro, que enfatizou a necessidade de se atribuir às plataformas apenas a atividade de veiculação das ofertas públicas em seus sistemas (CVM, 2016b, p. 91). Não obstante, os comentários foram considerados improcedentes pela Comissão de Valores Mobiliários:

Os comentários da CMCAP foram considerados improcedentes. A Autarquia entende, como afirmado no edital de audiência pública, que as plataformas realizam a atividade de intermediação de ofertas públicas de empreendedores de pequeno porte. A CVM, por meio da nova norma, reconhece e legitima a atuação das plataformas em relação às ofertas públicas dispensadas de registro nos termos da Instrução, em linha com o entendimento de regulamentações já editadas por outras jurisdições. Nesse sentido, não se admite que a plataforma opere apenas como um mural de anúncios de ofertas públicas de valores mobiliários (*bulletin board*), sem maiores responsabilidades sobre elas e sem o dever de proteger os investidores, impedir fraudes e solicitações de investimento indevidas. Chama-se atenção para o rol de atribuições e responsabilidades imposto pela Instrução a estas entidades, em especial na seção I do Capítulo 5, que evidenciam que esse participante possui obrigações e deveres que extrapolam, em muito, o papel sugerido pela CMCAP. A

própria forma de remuneração por desempenho, pleito das plataformas, é outra característica que reforça esse ponto (CVM, 2016b, p. 92).

Atribuir às plataformas a função de distribuidoras de valores mobiliários permitiu à Comissão de Valores Mobiliários estipular diversas normas de conduta a elas, incluindo a necessidade de prévio registro junto à Autarquia que poderá ser concedido mediante a observância de requisitos mínimos, como capital social integralizado mínimo de R\$100.000,00 (cem mil reais), criação de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados e passíveis de verificação para tratar dos registros dos investidores e dos investimentos realizados na plataforma e elaborar código de conduta aplicável a seus sócios, administradores e funcionários, conforme dispõe o artigo 13 da Instrução CVM 588.

A Instrução CVM 588 estipulou ainda regras de diligência que devem ser observadas pelas plataformas para garantir um ambiente seguro de investimento, podendo inclusive responsabilizar os seus administradores em caso de inobservância da regulamentação. Com isso, as plataformas estão obrigadas a verificar a veracidade das informações prestadas pelas empresas ofertantes e que as empresas estejam adequadamente constituídas (BRASIL; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017). Diversas outras condutas foram estabelecidas, sendo que listar todas fugiria ao escopo pretendido por este trabalho. O fato é que estas exigências também foram recebidas com bastante reticência pelo mercado, tendo diversos participantes sugerido alterações à minuta inicial de instrução proposta por meio do Edital de Audiência Pública CVM/SDM n. 06/2016 (CVM, 2016b, p. 102 a 105). Muitos argumentaram, inclusive, que estipular responsabilidades de validação excessivas às plataformas com relação ao ofertante e à oferta inviabilizaria o *investment-based crowdfunding* (CVM, 2016b, p. 102). A Comissão de Valores Mobiliários novamente considerou improcedente os comentários, ressaltando mais uma vez que a função das plataformas se assemelha às de uma distribuidora de valores mobiliários, atuando como verdadeiro *gatekeeper* no âmbito de uma operação de *investment-based crowdfunding*. Não obstante, a Autarquia destacou que as exigências se tratam de obrigações de meio - e não de fim - onde o dever reside na diligência a ser realizada nas ofertas, e não propriamente no fato de serem ou não falsas as informações disponibilizadas pelas empresas (CVM, 2016b, p. 105 e 106).

Feita esta análise, a principal dúvida que fica com relação à Instrução CVM 588 é se as diversas regras estipuladas para as plataformas serão de fato eficazes para garantir um ambiente seguro de investimento, ou se são, conforme argumentado por alguns participantes, impeditivos para que o mercado se desenvolva adequadamente ao onerar excessivamente as plataformas e tornar insustentável a manutenção de um ambiente de investimento.

Por outro lado, na medida em que os riscos atrelados ao *investment-based crowdfunding* são identificados, é possível notar que as regras impostas pela Comissão de Valores Mobiliários possuem uma fundamentação concreta, evidenciada principalmente a partir de estudos realizados com base na prática e doutrina estrangeira a respeito do tema. O próximo capítulo visa apontar estes riscos e apresentar uma justificativa para o caminho adotado pela Autarquia. A conclusão que se chega é que, embora algumas exigências atribuídas às plataformas possam ser consideradas excessivas (algo que não é possível mensurar antes que seja efetuado um estudo completo das consequências da criação da Instrução CVM 588), a classificação das mesmas como membros do sistema de distribuição de valores mobiliários se mostra uma decisão correta da Comissão de Valores Mobiliários, na medida em que seja possivelmente uma das principais soluções para mitigar os riscos dos participantes do *investment-based crowdfunding* e evitar que esta modalidade caia em desuso.

4. RISCOS DOS PARTICIPANTES DO INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING E MITIGANTES

No capítulo 3, estudou-se as estruturas de *investment-based crowdfunding* adotadas no Brasil, abordando-se conceitos jurídicos e as regulamentações aplicáveis a elas. Estes conceitos são fundamentais para mapear quais são os riscos enfrentados pelos participantes deste mercado. Este capítulo, como consequência, tem como objetivo elencar aqueles que são considerados os principais elementos caracterizadores de riscos aos participantes do *investment-based crowdfunding*, e quais são as possíveis medidas, enquanto soluções práticas, que sejam capazes de mitigá-los.

Para servir de fundamento às propostas aqui apresentadas, será feito um paralelo entre a prática brasileira e aquela adotada pelas plataformas internacionais consideradas como casos de sucesso, as quais já foram mencionadas previamente neste trabalho. O objetivo é tirar proveito de algumas ideias desenvolvidas por estas plataformas e que podem ser incorporadas por aquelas que atuam aqui no Brasil. Esta comparação é importante principalmente porque a própria Comissão de Valores Mobiliários se valeu de exemplos de práticas e regulamentações ao redor do mundo para desenvolver a Instrução CVM 588.

4.1. O PROBLEMA DO MERCADO DE LIMÕES – UMA ANÁLISE JURÍDICA MEDIANTE USO DE FERRAMENTAS ANALÍTICAS ECONÔMICAS

Os riscos identificados possuem uma conotação mais econômica do que jurídica. O uso de ferramentas analíticas econômicas neste caso é necessário na medida em que se verifica que as estruturas jurídicas à disposição dos participantes deste mercado antes da publicação da Instrução CVM 588 podem ser consideradas ineficientes sob o ponto de vista econômico, principalmente para os investidores.

De fato, o professor americano Darian M. Ibrahim¹⁴ (2015 apud GILSON, 2003) cita três grandes problemas recorrentes no âmbito da economia que podem surgir quando se faz um investimento em empresas embrionárias: (i) incertezas, (ii) assimetria de informações e (iii) custos de agência. As incertezas são autoexplicativas, no sentido de que as empresas que estão recebendo investimentos ainda estão em estágio inicial e os investidores não têm nenhuma referência significativa para analisar o seu potencial sucesso (IBRAHIM, 2015, p. 573). A assimetria de informações, por outro lado, é uma consequência destas incertezas. O empreendedor, por ser núcleo central da empresa, possui muito mais informações sobre esta do que o investidor (IBRAHIM, 2015, p. 573). Como já se viu, os dados disponibilizados aos investidores nas plataformas não são necessariamente suficientes para que se possa avaliar todos os aspectos da empresa, principalmente se levarmos em consideração que todo o processo de investimento é feito por meio da Internet sem nenhum contato pessoal entre eles (exceto pelo canal de comunicação disponibilizado pela própria plataforma). Isso é diferente, por exemplo, de um investimento realizado por fundos de *venture capital* ou investidores-anjo, os quais costumam ter uma relação bem mais próxima com os empreendedores e com o desenvolvimento do negócio.

Por fim, tem-se o problema dos custos de agência, tido como uma consequência dos dois primeiros analisados. Diferentemente deles, entretanto, o problema dos custos de agência acaba surgindo após a realização do investimento. As incertezas e a assimetria de informações geram uma situação de preocupação para o investidor de que o empreendedor poderá utilizar a vantagem do seu conhecimento para se beneficiar em detrimento daqueles que aportaram o capital. A consequência disso é que o investidor precisa se valer de mecanismos jurídicos para

¹⁴ IBRAHIM, Darian M. Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? Minnesota Law Review. Vol. 100; William & Mary Law School Research Paper n. 09-292, 2015, p. 573. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2539786>>. Acesso em 28 de março de 2017.

tentar limitar ao máximo possível estas incertezas e assimetria de informação, seja adotando estruturas jurídicas eficientes ou desenhando cláusulas contratuais visando regular a relação investidor-empendedor uma vez que o aporte de capital tenha sido feito. Com um contrato robusto, os investidores podem se assegurar de que o empreendedor terá incentivos suficientes (uma vez que o não-cumprimento contratual poderá trazer consequências jurídicas) para seguir determinadas condutas desejáveis e, conseqüentemente, diminuir a vantagem que o empreendedor teria em razão de estar em uma posição mais privilegiada que o investidor sob o ponto de vista de informação (JACKSON, et. al., 2011, p. 50).

Estas soluções, no entanto, não são infalíveis e acabam gerando novos problemas, principalmente no cenário de *investment-based crowdfunding*. Um deles é que a elaboração de contratos que sejam adequados para todos os investidores envolveria custos adicionais (JACKSON, et. al., 2011, p. 53), o que provavelmente inviabilizaria uma operação neste mercado dado o volume de pessoas que estariam envolvidas na negociação (imagine centenas ou milhares de pessoas físicas com intenção de investimento tentando de alguma forma inserir ajustes contratuais). É verdade que uma das funções das plataformas é garantir aos participantes uma documentação que seja eficaz para todos os envolvidos, mas também é bem provável que investidores leigos - geralmente não familiarizados com operações de investimento - acabem aderindo a estes contratos sem nenhum conhecimento sobre os riscos pelos quais estão incorrendo. Além disso, há um outro problema de que as estruturas jurídicas adotadas pelos participantes da relação jurídica para resolver todas estas questões nem sempre são eficazes, podendo inclusive agravar os riscos se não forem desenvolvidas de forma adequada. Como se verá mais abaixo, isto é uma realidade na prática brasileira.

Todos estes problemas aqui apresentados, se não resolvidos, poderão trazer consequências graves para o *investment-based crowdfunding* ou até mesmo inviabilizá-lo. Um dos primeiros a estudar estas consequências foi Ibrahim (IBRAHIM, 2015), que fez uma analogia interessante entre o *investment-based crowdfunding* e o “problema dos limões” para explicar o porque que este mercado estaria fadado ao fracasso se nenhuma estrutura adequada fosse implementada para resolver estas questões.

O “problema dos limões” foi um termo cunhado por George A. Akerlof em 1970 (AKERLOF, 1970) para exemplificar como a assimetria de informações em um determinado mercado pode resultar somente em produtos defeituosos, tirando toda a sua credibilidade a ponto de não haver nenhuma demanda por eles. Brevemente falando, o racional apresentado por Akerlof funciona da seguinte forma: usando como exemplo o mercado automobilístico

norte-americano, ele explica que os consumidores costumam comprar carros usados sem ter informação suficiente se eles são bons ou “limões” (o termo “limões” (*lemons*), nos Estados Unidos, costuma se referir a carros defeituosos ou ruins) (AKERLOF, 1970, p. 489). Há, portanto, uma assimetria de informações entre os compradores e os vendedores de carros usados (estes últimos, por possuírem e já ter usado o carro, sabem se os carros são bons ou não). A questão é que, justamente por não saber diferenciar os bons carros dos ruins, o preço de venda de um carro usado acaba sendo o mesmo independentemente da qualidade (AKERLOF, 1970, p. 489). Não poderia ser de outra maneira, pois os compradores não saberiam diferenciar quem estaria vendendo um carro bom ou ruim. Nada garante que o preço mais caro seja somente aplicável aos carros bons, e vice-versa. Isso resulta no cerne da questão apresentado pelo “problema dos limões”: os carros ruins tendem a eliminar a venda de carros bons porque eles acabam sendo vendidos pelo mesmo preço dos carros ruins (AKERLOF, 1970, p. 490).

Usando deste conceito para estudar o *investment-based crowdfunding*, o professor Dariam M. Ibrahim formulou duas perguntas que podem por bem se aplicar ao cenário brasileiro, mas que ainda não possuem uma resposta precisa dado o estágio inicial do mercado: primeiramente, que tipo de empreendedor o *investment-based crowdfunding* irá atrair? Será somente empreendedor ruim (limões) que não consegue obter financiamento de investidores-anjo ou de *venture capital*? Ou teremos *startups* de qualidade? (IBRAHIM, 2015, p. 588).

A segunda pergunta está relacionada aos investidores. Será que a assimetria de informações é tão grande a ponto de atrair investidores sem qualidade e conseqüentemente atrapalhar a avaliação da empresa que está recebendo investimento? Caso isto aconteça, o *investment-based crowdfunding* poderá ter o mesmo destino que o mercado de limões, fazendo com que apenas empresas sem qualidade busquem recursos por meio deste mercado – o que aumentaria os riscos também dos investidores.

Estas perguntas são pertinentes principalmente pelo momento em que foram formuladas. A promulgação do capítulo destinado ao *investment-based crowdfunding* no *JOBS Act* (o *Title III*) propõe uma mudança de paradigmas no que diz respeito à prática norte-americana. Antes da promulgação do *Title III*, os investimentos em *startups* costumavam ser realizados exclusivamente pelas formas tradicionais de investimento-anjo ou de *venture capital*, ou seja, eram realizados por investidores profissionais ou qualificados e que possuíam algum grau de relacionamento com a empresa investida. Com este novo capítulo, adiciona-se

um novo leque de investidores dispostos a investir em empresas nascentes, já que uma das principais propostas é permitir que qualquer investidor, sem qualquer nível de sofisticação, possa realizar investimentos por esta modalidade¹⁵.

O *Title III*, portanto, acrescenta este elemento de impessoalidade que já foi tanto discutido neste trabalho, uma vez que autoriza a busca de recursos pela Internet destinada a qualquer investidor, seja ele profissional ou não, ainda que este não possua capacidade de averiguar se a empresa investida tem potencial de crescimento - e isso pode acabar sendo um fator negativo para as empresas buscando recursos. É evidente que aceitar sócios que não sejam investidores qualificados ou que não possuem conhecimento no ramo da empresa nem sempre é a melhor opção. O que se acaba tendo são parceiros despreparados que, além de não terem capacidade de agregar ao negócio da empresa, também complicam a estrutura societária da empresa a ponto de afastar potenciais investimentos de investidores-anjo ou de *venture capital* no futuro ou até mesmo tornam a empresa propensa a ser processada por investidores indignados caso os negócios falhem¹⁶ (IBRAHIM, 2015, p. 588 e 589).

Este fator pode servir como principal evidência de que as respostas das perguntas formuladas acima serão desanimadoras. Uma vez que não seja possível obter investimentos de qualidade, as empresas promissoras tenderão a evitar o *investment-based crowdfunding*, o que ocasionará em um “mercado de limões” fadado a fracassar¹⁷.

Talvez por estarem atentas a isso (ou talvez por se mostrarem céticas em geral com relação às regras dispostas no *Title III*), as principais plataformas de *investment-based crowdfunding* estrangeiras estudadas para este trabalho, como por exemplo a OurCrowd, a SyndicateRoom, a CrowdFunder e a AngelList, ainda não permitiram que investidores que não sejam profissionais ou qualificados (nos termos das regulamentações em vigor) possam realizar investimentos.

Já a prática brasileira, por outro lado, seguiu em uma linha diversa das plataformas norte-americanas, no sentido de autorizar que qualquer investidor realize investimentos em

¹⁵ Embora o *Title III* permita investimentos por investidores não sofisticados, a regra impõe uma limitação de quanto eles podem investir em cada ano, dependendo de suas rendas.

¹⁶ O termo utilizado por Darlam M. Ibrahim para se referir aos investidores sem sofisticação é “*dumb money*”, ou seja, dinheiro investido que não oferece nenhum valor a não ser o próprio investimento. “*Dumb money*” costuma ser o oposto de investimentos feitos por investidor-anjo ou de *venture capital*, que tendem a agregar com seu conhecimento além apenas do dinheiro investido.

¹⁷ Não obstante, Darlam M. Ibrahim, continuando suas conclusões, se mostra otimista ao indicar que ainda assim dois tipos de empresas bem-sucedidas continuariam buscando recursos neste mercado: empresas que ainda são muito jovens para obter investimento-anjo ou adentrar o mercado de *venture capital*, e empresas que não necessitam de aconselhamento de outros investidores para crescer, tendo o interesse de buscar apenas recursos (IBRAHIM, 2015, p. 589).

uma empresa por meio da plataforma, independentemente do seu grau de sofisticação, entrando justamente no cenário que justificou as dúvidas elencadas neste capítulo a respeito deste mercado.

4.2. MITIGANTES E PROPOSTAS DE SOLUÇÕES

No decorrer deste trabalho, foi apresentado um panorama geral sobre a prática hoje adotada para o *investment-based crowdfunding* no Brasil, desde o passo-a-passo para realizar ou buscar investimentos nas plataformas até as estruturas jurídicas comumente adotadas. Analisou-se também os riscos identificados a partir do próprio conceito de se realizar investimentos em empresas emergentes, principalmente se considerarmos a abertura da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários em autorizar que investimentos sejam realizados por investidores sem qualificação. Dentre estes riscos, os mais evidentes foram as incertezas, a assimetria de informação e os custos de agência.

Diante deste cenário, a busca por alternativas capazes de solucionar todas estas questões se mostra fundamental para que o mercado de *investment-based crowdfunding* se desenvolva com qualidade no Brasil, atraindo empresas de qualidade e que possuem um alto potencial de sucesso. Aqui, remete-se novamente ao trabalho de Darian M. Ibrahim (IBRAHIM, 2015), que apresentou três elementos práticos que poderiam ser eficientes na eliminação da assimetria de informações. Além destes, se verá que a utilização dos sindicatos se mostra essencial para mitigar os riscos dos investidores evidenciados ao longo deste trabalho.

4.2.1. Divulgação de informações, sabedoria das multidões e o uso de intermediários com reputação

De acordo com o professor Darian M. Ibrahim, há três formas possíveis de acabar com a assimetria de informações: (i) divulgação de informações, (ii) a chamada “sabedoria das multidões” e (iii) o uso de intermediários com reputação (IBRAHIM, 2015, p. 593).

A primeira delas faz parte da própria essência da necessidade de regulamentar o mercado de capitais, que seria garantir um tratamento equitativo aos investidores, assegurando que todos (de forma igual e sem distinção entre eles) recebam informações suficientes, claras e precisas sobre a empresa investida. Com base na Instrução CVM 588, a

Comissão de Valores Mobiliários propõe regular como deverá ser feita esta divulgação, elencando informações mínimas essenciais que deverão ser mencionadas na oferta e atribuindo às plataformas a responsabilidade por assegurar que elas sejam adequadas, suficientes e precisas. Nas palavras da própria Autarquia:

Esse conjunto essencial de dados sobre a oferta compreende informações sobre (i) o empreendedor de pequeno porte; (ii) o seu plano de negócios; (iii) as características do valor mobiliário ofertado; (iv) o sindicato de investimento participativo, se houver; (v) a comunicação de informações contínuas após a oferta; (vi) alertas sobre riscos; (vii) conflitos de interesse; (viii) remuneração da plataforma, dentre outros (CVM, 2016a, p. 12).

A questão é que a divulgação de ampla informação nem sempre possui o efeito desejado de acabar com a assimetria e, conseqüentemente, não deveria ser considerada como solução única para este problema. De fato, Ibrahim indica que há estudiosos como Omri Bem-Shahar e Carl Schneider¹⁸ (2015 apud OMRI; SCHNEIDER, 2014) que argumentam que investidores não necessariamente possuirão o conhecimento ou a capacidade adequada para extrair potenciais riscos da análise feita a partir das informações divulgadas. Isso fica ainda mais evidente no mercado de *investment-based crowdfunding* (IBRAHIM, 2015, p. 594) que, como já se viu, possibilita que investidores com pouca experiência no mercado de capitais aportem recursos nas empresas emergentes.

Já o segundo ponto elencado é a “sabedoria das multidões”. Embora interessante, esta possível solução não é relevante para o presente trabalho uma vez que não depende de nenhuma medida a ser tomada pelos participantes ou reguladores do *investment-based crowdfunding*, servindo apenas como um fenômeno que poderia eventualmente surgir e ajudar na redução de riscos dos investidores. Este conceito parte do pressuposto de que a população em geral pode ter mais sucesso em escolher uma empresa bem-sucedida do que muitos investidores profissionais, pois possuirão melhor conhecimento sobre o produto ou o negócio desenvolvido (IBRAHIM, 2015, p. 597). Ou seja, embora os investidores-anjo e de *venture capital* possuam conhecimento de gestão e tenham melhor percepção para decidir sobre investir em uma empresa com base em sua estrutura, outras pessoas que não possuem nenhuma experiência em investimentos podem acabar escolhendo empresas com base meramente na sua capacidade de identificar se o produto ofertado terá ou não sucesso, em razão de sua familiaridade com este. Caso isso acontecesse, a assimetria de informações poderia reduzir, já que o conhecimento do produto é suficiente para diminuir as incertezas e a vantagem que o empreendedor eventualmente teria sobre os investidores.

¹⁸ IBRAHIM, Darian M. op. cit. p. 594.

Por fim, a terceira possível solução é a utilização de intermediários cuja função seja a de reduzir a assimetria de informações para potenciais investidores (IBRAHIM, 2015, p. 598). Em uma oferta pública de valores mobiliários tradicional, como já dito, é exigência regulamentar que terceiros participem deste processo, além das instituições financeiras e da própria empresa que esteja ofertando. Dentre eles inclui escritórios de advocacia, custodiantes de valores mobiliários, membros integrantes do sistema de distribuição, agências de classificação de risco, auditores independentes, todos exercendo uma função que, vista no conjunto, tende a garantir que as informações colocadas à disposição dos investidores sejam verídicas, suficientes e precisas.

Já no mercado de *investment-based crowdfunding*, o envolvimento de todos estes terceiros encareceria a operação de captação de recursos a ponto de inviabilizá-lo, uma vez que empresas emergentes dificilmente têm capacidade de arcar com todas estas despesas. Por outro lado, há a presença das plataformas que, na visão do professor Darlam M. Ibrahim, deverão ser consideradas os principais intermediários responsáveis por solucionar a assimetria de informações entre os participantes (IBRAHIM, 2015, p. 603).

Em sua opinião, as plataformas devem focar suas atenções para as empresas listadas – e não para os investidores - atuando como verdadeiras referências e sinônimos de qualidade ao garantir que somente irá listar empresas que passem por um processo criterioso de análise (IBRAHIM, 2015, p. 604). Ou seja, ao invés de apenas assegurar que investidores realizem seus investimentos de forma adequada (verificando se são investidores profissionais ou qualificados, identificando seus limites de investimento, etc.), sua função principal seria também de garantir que as empresas ali listadas teriam sido suficientemente avaliadas antes de iniciar a captação de recursos. Em tese, desta forma, a assimetria de informações seria reduzida na medida em que as plataformas evitariam qualquer possibilidade de fraude e somente autorizariam a listagem daquelas empresas com boa estrutura de governança (IBRAHIM, 2015, p. 601).

Ao que parece, esta foi a principal conclusão que se chegou a Comissão de Valores Mobiliários ao atribuir às plataformas o papel de membro do sistema de distribuição de valores mobiliários. Idealmente, as plataformas terão que ser percebidas como verdadeiras referências de qualidade, atraindo investidores e empreendedores igualmente de qualidade com base no seu histórico de operações bem-sucedidas. Somente desta forma seria possível evitar um “mercado de limões” no âmbito do *investment-based crowdfunding*.

A conclusão que se chega com este trabalho, entretanto, indica que somente estes fatores não seriam suficientes para garantir um mercado seguro e eficiente no Brasil. Como se

disse, as plataformas poderiam resolver o risco de fraudes e garantir que somente empresas com estruturas internas sólidas sejam listadas em seus sistemas, mas ainda assim não seriam capazes de garantir apenas modelos de negócios viáveis (IBRAHIM, 2015, p. 601). As plataformas estariam estruturadas para atender todas as exigências da Comissão de Valores Mobiliários e garantir que suas regras sejam cumpridas, mas não possuiriam o conhecimento comercial necessário para optar pela listagem de empresas cujos negócios sejam promissores. Isso torna necessário a inserção de mais um elemento na estrutura do *investment-based crowdfunding* como forma de mitigar os riscos dos investidores inerentes a investimentos realizados em empresas emergentes.

4.2.2. A utilização exclusiva de sindicatos

O capítulo anterior apresentou alguns fatores que podem ajudar a solucionar a assimetria de informações no mercado de *investment-based crowdfunding*. Estas soluções dependerão em grande parte da eficácia da regulamentação proposta pela Comissão de Valores Mobiliários ou ocorrerão com base essencialmente no desenvolvimento natural do mercado, sem grandes esforços dos seus participantes. Este capítulo, por outro lado, propõe uma solução adicional que pode ser posto em prática pelos próprios participantes apesar do que dispõe a nova regulamentação e que, inclusive, já é uma opção existente: a utilização exclusiva de sindicatos quando envolver aporte de recursos por investidores que não sejam qualificados ou profissionais.

Como se viu, a Instrução CVM 588 autoriza que qualquer tipo de investidor possa realizar investimentos, ao mesmo tempo em que regula a utilização de sindicatos liderados por um investidor-líder que possui maior conhecimento de mercado. Estas regras estão em linha, por exemplo, com o *Title III* do *JOBS Act*, que permite o mesmo acesso a todos os tipos de investidores, desde que respeitados certos limites de investimento. Aqui no Brasil, as plataformas já permitem que qualquer investidor participe do *investment-based crowdfunding*, independentemente do nível de sofisticação. Enquanto isso está em linha com as novas regulamentações, viu-se que não necessariamente a aceitação sem supervisão deste tipo de investidor é benéfico para o mercado, principalmente em razão da assimetria de informações existente. As plataformas estrangeiras estudadas, por outro lado, parecem estar cientes deste risco, pois continuam ainda empregando o critério de investidor qualificado ou profissional (de acordo com a regulamentação aplicável nos respectivos países) para aceitar investimentos,

inclusive se o aporte de recursos for feito por meio de um sindicato. Mais do que isso, as operações realizadas por meio de sindicatos em algumas plataformas já ultrapassaram aquelas que não utilizam esta estrutura (AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, 2015). Só na plataforma AngelList, por exemplo, existem mais de 200 investidores-anjo liderando sindicatos (ANGELLIST, 2017).

A preferência por estruturas envolvendo sindicatos não parece ser por acaso. Por serem mais experientes em investimentos-anjo, os investidores-líder possuem a capacidade necessária para adquirir todas as informações relevantes à tomada de decisão sobre realizar ou não o investimento na empresa-alvo. Eles são capazes de estreitar relacionamentos com os empreendedores e fazer uma auditoria na empresa, além de possuírem maior poder de barganha na negociação do investimento (AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, 2015, p. 5). Os sindicatos, portanto, parece ser a solução mais adequada para resolver o problema da assimetria de informações que enfrentam principalmente os investidores que não possuem experiência neste mercado.

Esta forma de organização, inclusive, aprimora ainda mais a terceira solução proposta pelo professor Dariam M. Ibrahim de se utilizar intermediários com reputação para servirem como bússola de investimentos, pois além de plataformas de renome, aqueles que optarem por aportar recursos poderão ter um conforto ainda maior ao se basear em investidores conhecidos no mercado por seus projetos de sucesso.

Em razão disso tudo, propõe-se que as plataformas de *investment-based crowdfunding* permitam que sejam realizados apenas investimentos por meio de sindicatos. As empresas-alvo serão escolhidas pelo próprio líder do sindicato, que poderá ter um leque de investimentos com diferentes empresas investidas. É imprescindível, portanto, que as plataformas não foquem apenas no investidor ou na empresa-investida, mas também na relação com investidores-líderes. Os sucessos dos sindicatos dependerão em grande parte do monitoramento das plataformas em relação a eles, fazendo com que cumpram as leis e regulamentações de forma adequada, bem como assegurando que todo investimento seja realizado em observância aos padrões mínimos de governança como, por exemplo, ausência de conflitos de interesses (AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, 2015, p. 6).

CONCLUSÃO

1. O *investment-based crowdfunding* - uma modalidade de investimento coletivo por meio do qual investidores indeterminados adquirem participação societária (ou um direito de participação futura) em uma sociedade - é uma alternativa interessante para pequenas empresas que não possuem qualidade de crédito perante instituições financeiras para obter financiamento necessário ao seu desenvolvimento em seus estágios iniciais de atividade.
2. Os riscos em investir por meio deste modelo tendem a ser elevados para os investidores, principalmente em razão das empresas investidas serem ainda embrionárias e conseqüentemente possuírem uma probabilidade maior de não serem bem-sucedidas. Atrelado a isso está o fato de que a regulamentação proposta pela Comissão de Valores Mobiliários ainda é muito recente, não sendo possível determinar como será a prática brasileira a partir de sua publicação.
3. Isso torna necessário um estudo pormenorizado sobre o *investment-based crowdfunding* no Brasil, tanto em termos práticos, com o passo-a-passo para se realizar um investimento em uma plataforma, quanto dos aspectos jurídicos da estrutura de investimento escolhida pelos participantes para realizar o aporte de capital na empresa. Viu-se que a estrutura mais utilizada se vale de “notas conversíveis” emitidas pela empresa investida e que são adquiridas por cada investidor.
4. As notas conversíveis são instrumentos de captação de recursos muito similares às *convertible notes* norte-americanas, por meio do qual investidores realizam o aporte de recursos com a natureza de mútuo e contam com a possibilidade de convertê-lo em participação societária na ocorrência de determinados eventos. Em breve estudo sobre suas características, conclui-se que as notas conversíveis podem ser consideradas valores mobiliários na medida em que são ofertadas publicamente, uma vez que se enquadrariam na categoria de “títulos ou contratos de investimento coletivo” trazida pela lei n. 6.385/76, conseqüentemente colocando as notas conversíveis – ou qualquer outra forma de investimento similar utilizada no âmbito do *investment-based crowdfunding* – sob a regulação e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.
5. A Instrução CVM 588 regula não só a oferta pública de títulos de investimento coletivo por empresas interessadas em captar recursos, mas também os demais participantes deste mercado, incluindo as plataformas. O papel destas, na visão da Autarquia, é de atuar necessariamente como um membro do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários. Isso implica dizer que sua função vai além de meramente conectar

investidores e empreendedores por meio de um sistema eletrônico, devendo também observar condutas mínimas para garantir um ambiente seguro de investimento, bem como requisitos mínimos para obtenção de autorização da Comissão de Valores Mobiliários para atuarem como distribuidoras.

6. Esta função não foi atribuída às plataformas pela Comissão de Valores Mobiliários sem fundamento, pois acaba visando mitigar alguns dos principais riscos identificados neste mercado. Alguns destes riscos são característicos de investimentos de alto risco realizados em empresas ainda nascentes: (i) incertezas, (ii) assimetria de informações e (iii) custos de agência. Estes três fatores podem contribuir para que o mercado de *investment-based crowdfunding* fracasse na medida em que, em tese, somente iria atrair empresas e investidores que não possuem qualidade, ao passo que as empresas promissoras buscariam recursos por meio de outras alternativas disponíveis a elas, como por exemplo de investidores-anjo e de *venture capital*.
7. Possivelmente como uma forma de mitigar estes riscos, as plataformas estrangeiras estudadas, como a OurCrowd, a SyndicateRoom, a CrowdFunder e a AngelList, somente permitem investimentos realizados por investidores qualificados ou profissionais, conforme definidos em regulamentação, apesar das próprias regras que regulam o *investment-based crowdfunding* (principalmente o *JOBS Act*, nos Estados Unidos) já autorizarem o aporte de recursos por qualquer investidor, independentemente do nível de sofisticação (embora haja regras mínimas a serem observadas quanto ao limite de investimento). Manter o nível de sofisticação é uma estratégia inteligente, pois reduz as incertezas e a assimetria de informações na medida em que atrai investidores mais experientes e com maior capacidade de estreitar relacionamentos e aumentar o poder de barganha com as empresas investidas.
8. No Brasil, por outro lado, a estratégia que se adotou foi a de permitir que qualquer tipo de investidor faça um aporte. Arelada a esta prática está a visão por parte do mercado de que as plataformas não deveriam ter obrigações fiduciárias para com seus participantes. Muitos argumentam que o enquadramento das plataformas como membros do sistema de distribuição foi uma estratégia pouco efetiva por parte da Comissão de Valores Mobiliários e que, inclusive, pode inviabilizar a prática do *investment-based crowdfunding* no Brasil. Isso porque os custos para implementar todas as exigências atribuídas pela Instrução CVM 588 seriam bastante altos para as plataformas, o que desencorajaria a sua criação.
9. Não obstante, a conclusão que se chega ao final do estudo é que a decisão da Comissão de Valores Mobiliários de atribuir funções fiduciárias às plataformas se mostra acertada na

medida em que não seria possível manter um mercado de *investment-based crowdfunding* bem desenvolvido sem este controle de qualidade por parte das plataformas. O principal argumento para isso está nas propostas de soluções apresentadas pelo professor Dariam M. Ibrahim para diminuir as incertezas e a assimetria de informações (consequentemente diminuindo os custos de agência): (i) a divulgação de informações, (ii) a chamada “sabedoria das multidões” e (iii) o uso de intermediários com reputação.

10. A solução mais eficiente neste contexto seria o uso de intermediários com reputação. Enquanto em uma operação padrão de mercado de capitais existem instituições intermediárias cuja principal função seria garantir que as ofertas públicas se desenvolvam de forma correta e equitativa para todos os investidores (por exemplo, instituições financeiras coordenadoras da oferta, escritórios de advocacia, distribuidores dos papéis ofertados, custodiantes e agências de classificação de risco), no *investment-based crowdfunding* o número de participantes é bem reduzido. Portanto, a única alternativa viável seria atribuir este dever de controle às plataformas. A sua reputação enquanto entidade eficiente na fiscalização das ofertas realizadas dentro de seus sistemas eletrônicos serviria para atrair investidores e empresas de qualidade, conferindo assim uma maior segurança aos investimentos realizados.
11. Por fim – e valendo-se ainda do uso de intermediários com reputação enquanto possível solução dos riscos identificados – propõe-se a utilização exclusiva de sindicatos, estrutura em que as plataformas permitiriam aporte de recursos por qualquer tipo de investidor, desde que realizado exclusivamente em conjunto com um investidor-líder (geralmente um investidor-anjo) com mais experiência em investimentos em empresas emergentes. Embora não seja um requisito essencial trazido pela Instrução CVM 588, os sindicatos complementaríamos a função atribuída às plataformas de garantir investimentos eficientes. Enquanto estas ficariam responsáveis por garantir que a oferta seja feita de forma equitativa e observando os requisitos atribuídos pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, os investidores-líderes seriam responsáveis por indicar investimentos que sejam promissores sob o ponto de vista econômico, algo que foge à competência das plataformas justamente por não possuir capacidade crítica a respeito da qualidade dos negócios da empresa investida.

BIBLIOGRAFIA

AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? MIT Sloan Research Paper n. 5126-15; Rotman School of Management Working Paper n. 2569988, 2015. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2569988>>. Acesso em 07 de fevereiro de 2017.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 1970.

ANGELLIST. Disponível em <<https://angel.co/>>. Acesso em 19 de junho de 2017.

BAREFOOT, Jo Ann S. Disrupting FinTech Law. *FinTech Law Report*, Mar/Apr 2015, Volume 18, Issue 2. Thomson Reuters, 2015. Disponível em <https://static1.squarespace.com/static/535edb77e4b0cd207fff9e6e/t/554ff231e4b0261b84be36e4/1431302705880/Fintech1802_AA_Barefoot.pdf>. Acesso em 09 de julho de 2016.

BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1, 2012. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1916184>>. Acesso em 18 de junho de 2017.

BERNIESANDERS. Disponível em <<https://berniesanders.com/revolution>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2017.

KRIA. Disponível em <<https://www.kria.vc/>> Acesso em 09 de maio de 2018.

CATARSE. Disponível em <http://ano.catarse.me/2016?ref=ctrse_global_alert>. Acesso em 04 de fevereiro de 2017.

CARVALHOSA, Modesto (coord.); KUYVEN, Fernando. *Tratado de Direito Empresarial*, vol. III, Sociedades Anônimas. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

CARVALHOSA, Modesto (coord.); NETO, Alfredo de Assis Gonçalves; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial*, vol. II, Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

CARVALHOSA, Modesto (coord.); PARENTE, Norma Jonssen. *Tratado de Direito Empresarial*, vol. VI. Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CATARSE. Disponível em <<http://ano.catarse.me>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2017.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei no. 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COYLE, John F. e GREEN, Joseph M. Contractual Innovation in Venture Capital. *Hastings Law Journal*, Vol. 66, 2014;

CROWDEXPERT. Disponível em <<http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>>. Acesso em 06 de fevereiro de 2017.

CROWDFUNDER. Disponível em <<https://www.crowdfunder.com/>>. Acesso em 19 de junho de 2017.

CUMMING, Douglas (ed.). *The Oxford Handbook of Venture Capital*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EQSEED. Disponível em <<https://eqseed.com/br>>. Acesso em 19 de junho de 2017.

FURTADO, Claudio et al. Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores – Tudo que você precisa saber para buscar o investimento certo para o seu negócio. São Paulo: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

GAGGINI, Fernando Schwarz. A Responsabilidade dos Sócios nas Sociedades Empresárias. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2013.

GILSON, Ronald J. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*. Vol. 55, No. 4. 2003.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro, volume III: contratos e atos unilaterais. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

JACKSON et. al. *Analytical Methods for Lawyers*: Foundation Press/Thomson Reuters, 2011.

JUNTOSCOMVC. Disponível em <https://juntoscomvc.s3.amazonaws.com/uploads/transparency_report/attachment/2/Layout_Relatorio_BAIXA.pdf>. Acesso em 14 de março de 2017.

IBRAHIM, Darian M. Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? *Minnesota Law Review*, Vol. 100; William & Mary Law School Research Paper n. 09-292, 2015. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2539786>>. Acesso em 28 de março de 2017.

KICKANTE. Disponível em <<https://www.kickante.com.br/>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2017.

KICKSTARTER. Disponível em <<https://www.kickstarter.com/help/stats>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2017.

LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. Chicago, vol 106. No. 6, p. 1113-1155. 1998.

LA PORTA, Rafael; LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*. Pittsburg, vol. 46. No. 2, p. 285-332. 2008.

LEBHERZ, Adrian. The venture capital cycle and the history of entrepreneurial financing. GRIN Verlag für akademische Texte, 2013.

LERNER, Joshua. *Boulevard of Broken Dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*. New Jersey: Princeton University Press, 2009.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle Não Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MARQUES, Rafael Younis. *Notas Conversíveis no Equity Crowdfunding: Sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor*. Coleção Academia-Empresa 14. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários, volume 1*. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MENDES, André Pacheco Teixeira (org.). *Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores: equity crowdfunding no Brasil hoje*. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, 2016.

MENDES, Leilani Dian. *Qualificação Jurídica das Plataformas de Crowdinvesting no Brasil: um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil*. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. O crowdfunding e a oferta pública de valores. São Paulo: Revista FMU Direito, ano 26, no. 37, p. 48-55, 2012.

NASCIMENTO, Thiago Cavalcante. Venture Capital como Instrumento de Financiamento à Inovação: Implicações do Aporte em Startups Brasileiras Capitalizadas pelo Fundo CRIATEC, 2015.

NEXOOS. Disponível em <<https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes-investidor>>. Acesso em 07 de fevereiro de 2017.

NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. Desconstruindo a Desconsideração da Personalidade Jurídica. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

OICV/IOSCO. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>>. Acesso em 10 de março de 2017.

OMRI, Bem-Shahar; SCHNEIDER, Carl E. More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure. Princeton University Press, 2014.

OURCROWD. Disponível em <<https://wwwng.ourcrowd.com/#/>>. Acesso em 19 de junho de 2017.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais: fundamentos e técnicas. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital. São Paulo: GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP, 2008.

RIZZARDO, Arnaldo. Direito de Empresa. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é Direito e Economia? In: TIMM, Luciano B. (org.). Direito e Economia, 2ª ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008.

STARTMEUP. Disponível em <<https://www.startmeup.com.br/>>. Acesso em 19 de junho de 2017.

SYNDICATEROOM. Disponível em <<https://www.syndicateroom.com/>>. Acesso em 19 de junho de 2017.

YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

REFERÊNCIAS LEGAIS

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil Brasileiro). Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Edital de Audiência Pública CVM/SDM n. 06/2016. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____. Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst505.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____._____. Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____._____. Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

_____._____. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html>. Acesso em 30 de novembro de 2017.