

RICARDO MILLER RODRIGUES

***EQUITY CROWDFUNDING: OBSTÁCULOS E PROPOSTAS PARA SUA PRÁTICA
NO BRASIL***

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO**

SÃO PAULO

2015

RICARDO MILLER RODRIGUES



***EQUITY CROWDFUNDING: OBSTÁCULOS E PROPOSTAS PARA SUA PRÁTICA
NO BRASIL***

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Escola de Direito de São Paulo da Fundação
Getulio Vargas como requisito parcial para
obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador:

Professor Francisco Satiro de Souza Junior

SÃO PAULO

2015

*A meus pais que, sempre
resilientes diante das
circunstâncias, apesar de sua
severidade e ceticismo, sempre
tramaram juntos, em cada gesto e
em segredo, minha felicidade.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus Professores Orientadores, Francisco Satiro de Souza Junior e Viviane Muller Prado, bem como a minha Professora Monica Steffen Guise Rosina, pela inestimável contribuição conjunta à construção do embasamento teórico que hoje me permite esboçar respostas tentativas às suas perguntas e provocações, sempre instigantes e desafiadoras.

Meus agradecimentos estendem-se a todos aqueles que contribuíram para a construção e consolidação dos conceitos e conhecimento que procuro, nas seguintes linhas, resumir: a meus companheiros de escritório em Pinheiro Neto Advogados, em São Paulo, a meus companheiros de Graduação em Direito – dentre eles, em especial, a meu amigo Victor Sadalla, por nossos diálogos e por sua atenção e entusiasmo atuante, que foram capazes de incutir fascínio pelo tema do presente trabalho em seu autor – e às turmas dos cursos Mercado de Capitais: Aspectos Jurídicos e Sociedades Anônimas, do programa de pós-graduação *lato sensu Gvlaw*, ambos da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, em reconhecimento à ciência de que nem mesmo a maior das inspirações poderia compensar ambientes acadêmicos e profissionais estéreis em ideias e desafios.

Por fim, em especial, agradeço a meus pais, Fernando (*in memoriam*) e Maria Neide. Nunca serei capaz de estimar sua parcela de contribuição à criação de minha natureza, curiosa e inquisitiva. “Ouse saber!” sempre foi sua recomendação, em todos os momentos de minha formação. Nunca nenhum “por quê?” meu foi considerado impertinente, ou mesmo encarado com impaciência, tratamento que, aparentemente, tem sido dispensado por adultos com crescente frequência às crianças e jovens tomados pelo gênio da “inquietude”. A eles, todo meu respeito e gratidão, em reconhecimento a nossa caminhada comum que, hoje sei, jamais teria escolhido dividir com quaisquer outros.

RESUMO

O *equity crowdfunding* apresenta-se, atualmente, como uma das diversas opções disponíveis ao desafio crescente de financiamento da atividade empresarial, em um momento imediatamente posterior a umas das crises do mercado financeiro de efeitos mais nefastos e duradouros. Destaca-se, contudo, por basear-se na captação de recursos diretamente junto às unidades poupadoras (indivíduos em busca de bons e promissores investimentos, dos quais esperam retorno, como não poderia deixar de ser, mas sem dispensarem em cada decisão isolada de investimento quantias vultosas, que poderiam representar imenso risco às suas finanças pessoais) e destinar tais recursos à microempresas (MEs) e empresas de pequeno porte (EPPs), possíveis *startups* em estágio pré-operacional, em vias de constituição. O *equity crowdfunding*, por basear-se em crença na capacidade de inovação e diversificação das microempresas e das empresas de pequeno porte, e no reconhecimento do valor destas à construção de uma economia mais sólida e sustentável, apresenta-se como ferramenta indispensável ao financiamento da micro e pequena atividade empresária em termos competitivos. Contudo, os aspectos legais da adoção de tal ferramental em determinado país não podem ser ignorados, uma vez que os diversos ordenamentos jurídicos nacionais possuem normas próprias referentes à captação de recursos por pessoas jurídicas, à proteção da poupança e dos investimentos populares, administração do mercado de capitais e requisitos referentes à quantidade e qualidade de informações a serem disponibilizadas ao mercado por parte de empresas que captam junto a este recursos para o desenvolvimento de suas atividades. Neste sentido, o ordenamento jurídico brasileiro não constitui, em absoluto, exceção à regra. A partir desta conclusão, o presente trabalho terá por incumbência, ao longo de seus cinco capítulos principais, fornecer definições possíveis de *equity crowdfunding*, concebidas levando-se em conta as disposições do ordenamento jurídico brasileiro. Em seguida, realizar-se-á breve análise da microempresa e da empresa de pequeno porte brasileiras, direcionada às suas necessidades de financiamento. Segue então exposição do atual conjunto normativo relevante à regulação de *equity crowdfunding* no Brasil, ressaltando-se os eventuais obstáculos que este pode oferecer à prática. O quarto e quinto capítulos têm por incumbência trazer à discussão o aparente conflito entre o fomento à expansão do mercado de capitais brasileiro e as exigências de proteção à poupança popular, fundamentais à estabilidade do mercado financeiro como um todo sem, contudo, furtar-se de apresentar as condições e pressupostos de uma harmonização destas posições, em reconhecimento do papel fundamental que o *equity crowdfunding* pode desempenhar na capitalização da atividade empresária nacional. Por fim, conclui-se pela possibilidade da adoção do *equity crowdfunding* pelo ordenamento jurídico brasileiro atual, ressaltando-se o papel ativo dos órgãos de regulação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro na manutenção de um ambiente de observância das exigências legais de prestação de informações e constante adequação de perfis de potenciais investidores e empresas investidas.

Palavras-chave: Mercado de capitais; *Equity crowdfunding*; Microempresas (MEs) e Empresas de Pequeno Porte (EPPs); Financiamento à atividade empresarial; Investimento em participação.

ABSTRACT

Equity crowdfunding currently presents itself as one of several options available to the financing of business activity, amidst the growing challenge posed by one of the more harmful financial crisis, with lasting effects. It is noteworthy, however, because it is grounded in fundraising drives aimed directly to savers - individuals looking for good and promising investments opportunities, hoping for a good return on invested capital, as it should be, but not allocating, in each separate investment decision, excessive amounts, which could in itself represent a huge risk to their personal finances – instead allocating these resources to the financing needs of micro and small-sized enterprises (MEs and EPPs), possibly startups in their pre-operational stage. Grounded in the belief in micro and small-sized enterprises – and in their capacity to contribute to the innovation and diversification a more solid and sustainable economy – equity crowdfunding presents itself as an indispensable tool for the future financing of micro and small entrepreneurial activity in more competitive conditions. However, the legal aspects of its adoption by a particular country can not be ignored, since different legal systems worldwide apply their own rules regarding capital fundraising for legal entities, for the protection of people’s savings and investments, for the management of their capital markets and own requirements regarding both the amount and quality of information to be made available to the market by enterprises that capitalize themselves before it for the development of their entrepreneurial activities. In this sense, the Brazilian legal system is not an exception. Departing from these premises, this study will have as its main task – developed along its five main chapters – to provide a possible definition of equity crowdfunding, designed taking into account the provisions of Brazilian regulations. It will, then, propose a brief analysis of micro and small-sized Brazilian enterprises’ main characteristics, focused on their financing needs. Follows an overview of the current set of regulations deemed applicable to equity crowdfunding initiatives in Brazil, highlighting the potential obstacles offered by them to their practice. The fourth and the fifth chapters will discuss the apparent conflict between the promotion and expansion Brazilian capital markets and the protection requirements needed to preserve popular savings from depletion, fundamental principles to the general stability of financial markets, but without failing to present the conditions and assumptions necessary for the harmonization of these principles, thus recognizing the key role that equity crowdfunding can play in the capitalization of micro and small-sized entrepreneurial activity in Brazil. Finally, it will indicate the possible adopting of equity crowdfunding by the current Brazilian legal system, highlighting, however, the active role that Brazilian capital markets’ regulatory and supervisory bodies must exercise in order to maintain an environment of general compliance to legal individual informational requirements by the participants – investors and enterprises alike – of this market

Keywords: Capital markets; Equity crowdfunding; Micro (MEs) and Small-sized Enterprises (EPPs); Financing of entrepreneurial activity; Equity investment.

RÉSUMÉ

L'equity crowdfunding se présente, aujourd'hui, comme une des nombreuses options disponibles au financement de l'activité entrepreneuriale au milieu du défi croissant posé par une des crises financières la plus nuisible, avec des effets durables. Remarquable, cependant, parce que fondée sur des collectes de fonds directement aux épargnants – personnes à la recherche d'avantageuses et prometteuses opportunités d'investissement, dans l'espoir d'un bon retour sur le capital investi, comme de juste, mais pas en allouant, dans chaque décision d'investissement distincte, sommes excessives d'argent, ce qui pourrait, en soi, représenter un risque énorme à leurs finances personnelles – plutôt, allouant ces ressources aux besoins de financement des micro et petites entreprises (MEs et EPPs), peut-être *startups* dans leur phase pré-opérationnelle. Ancré dans la confiance dans le potentiel des micro et petites entreprises – et dans leur capacité à contribuer à l'innovation et à la diversification d'une économie plus solide et plus durable – *l'equity crowdfunding* se présente comme un outil indispensable pour le financement futur de l'activité entrepreneuriale des micro et petites entreprises dans conditions plus concurrentielles. Cependant, les aspects juridiques de sa adoption par un pays en particulier ne peuvent pas être ignorés, car les différents systèmes juridiques autour du monde appliquent leurs propres règles en matière de collecte de capitaux pour les personnes morales, en matière de la protection de l'épargne et des investissements populaires, en matière de la gestion de leurs marchés de capitaux et propres exigences concernant la quantité et la qualité des informations à mettre à la disposition du marché par les entreprises qui y se capitalisent pour le développement de leurs activités entrepreneuriales. En ce sens, le système juridique brésilien n'est pas une exception. Au départ de ces prémisses, cette étude aura comme tâche principale – développé au fil de ses cinq chapitres principaux – offre une définition possible *d'equity crowdfunding*, conçu en tenant compte des dispositions de la loi brésilienne. Ensuite, proposera une brève analyse des principales caractéristiques des micro et petites entreprises brésiliennes, axé sur leurs besoins de financement. Suit un aperçu de l'ensemble actuel de la réglementation jugée applicable aux initiatives *d'equity crowdfunding* au Brésil, en soulignant les obstacles potentiels offerts par eux à leur pratique. Le quatrième et le cinquième chapitres discuteront le conflit apparent entre la promotion et l'expansion du marché de capitaux brésilien et les exigences de protection essentielles à la préservation de l'épargne populaire de l'épuisement, principes fondamentaux pour la stabilité générale des marchés financiers, mais sans manquer de présenter les conditions et hypothèses nécessaires à l'harmonisation de ces principes, reconnaissant ainsi le rôle clé que *l'equity crowdfunding* peut jouer dans la capitalisation de la micro et petite activité entrepreneuriale au Brésil. Enfin, il indique la possible adoption de *l'equity crowdfunding* par le système juridique brésilien actuel, soulignant, toutefois, le rôle actif que les organismes de réglementation et de surveillance des marchés financiers brésiliens doivent exercer afin de maintenir un environnement de conformité générale aux exigences informationnelles légales par les participants – des investisseurs et des entreprises aussi bien – de ce marché

Mots-clés: Marché de capitaux; *Equity crowdfunding*; Micro (MEs) et Petites Entreprises (EPPs); Financement de l'activité entrepreneuriale; Investissement en capitaux propres.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. DEFINIÇÃO DE EQUITY CROWDFUNDING	11
1.1 Modalidades de <i>crowdfunding</i> : <i>Donation</i> , <i>Reward</i> , <i>Debt</i> e <i>Equity</i>	12
1.2 O papel das plataformas <i>online</i>	17
1.3 Diferentes modalidades de <i>equity crowdfunding</i> : atual panorama	23
1.4 Instrumentos de <i>equity crowdfunding</i> enquanto valores mobiliários	27
2. MICROEMPRESAS E EMPRESAS DE PEQUENO PORTE NO BRASIL: DEFINIÇÃO, BREVE PANORAMA E OBSTÁCULOS AO SEU FINANCIAMENTO.....	30
3. BRASIL: ATUAL CONJUNTO NORMATIVO RELEVANTE À REGULAÇÃO DO TEMA.....	35
4. POSSIBILIDADES DE ADAPTAÇÃO E ADOÇÃO DO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i> PELO BRASIL.....	40
4.1 Modalidade de financiamento: fomento à atividade empresária e à inovação	41
4.2 Proteção ao investidor e à poupança popular.....	43
4.3 Harmonização entre princípios	46
5. MOMENTO ATUAL DO MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO À MICRO E PEQUENA ATIVIDADE EMPRESARIAL.....	47
6. CONCLUSÕES	50
REFERÊNCIAS	54

INTRODUÇÃO

Em meio aos efeitos da ainda recente Crise Financeira de 2008, tem se observado o desejo por parte de muitos países, muitos deles considerados desenvolvidos¹, em adotar medidas de intervenção em seus domínios econômicos, seja por meio de regulação, seja por meio de incentivos dos mais diversos, de maneira a conferir maior dinamismo a um importante nicho de suas economias, capaz de ensejar maior circulação de valores e criação de novas oportunidades de investimento e trabalho, inovação e diversificação: a criação de novas Microempresas (MEs) e Empresas de Pequeno Porte (EPPs), denominadas coletivamente, quando ainda em estágio pré-operacional, de *startups*.

O *equity crowdfunding* importa na prática do financiamento coletivo do capital social de uma ME ou EPP, não necessariamente ainda em seu estágio pré-operacional, através da captação de investimentos perante um determinado mercado cujos participantes, interessados em destinar individualmente uma pequena quantidade de recursos próprios – o chamado *ticket*², de valor pouco expressivo em se tratando de *equity crowdfunding* – reconhecem o potencial de inovação e crescimento de determinado negócio, sem com isso, privarem-se da possibilidade de diversificação de seu portfólio de investimentos.

Nesse sentido, e em reconhecimento aos desafios impostos à captação de recursos por MEs e EPPs em um contexto de restrição de uma série de alternativas financeiras de capitalização imposto por um mercado financeiro ainda traumatizado, tem sido considerado por diversos órgãos reguladores nacionais do mercado de capitais ao redor do mundo como forma inovadora e cercada de riscos, a bem da verdade, mas prodigiosa em oportunidades, como se detalhará neste trabalho, de proporcionar a MEs e EPPs (verdadeiros motores de inovação e diversificação econômica, cuja potencial contribuição à recuperação econômica das nações permanece, apesar de reconhecida, pouco explorada) fonte segura e abundante de financiamento de suas atividades, a custos consideravelmente reduzidos.

À aparente letargia dos diversos órgãos reguladores nacionais do mercado de capitais, reticentes em pronunciarem-se ou efetivamente regular tema tão vasto e com tantas possíveis

¹ JUETTEN, Mary. *JOBS Act And Crowdfunding: Will They Finally #ReleaseTheRules?* Revista Forbes Online, 21 de agosto de 2014. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/maryjuetten/2014/08/21/jobs-act-and-crowdfunding-will-they-finally-releasetherules/>>. Acesso em: 25 out. 2014.

² BM&FBOVESPA et. al. Grupo de Trabalho: Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações. Diagnóstico do grupo de trabalho. Experiências internacionais. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Diagnostico-portugues.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.

implicações em relação à forma e ao objetivo da própria regulação do mercado de capitais, soma-se a pressão exercida por plataformas já existentes de *crowdfunding* (cuja diferença em relação ao *equity crowdfunding* será melhor explanada adiante) que viabilizam, por meio de intermediação e aproximação *online* a captação de recursos para a realização de projetos ou iniciativas específicos (como as plataformas *Broota*³, *EuSócio*⁴, *Indiegogo*⁵, *NextBlue*⁶, *Empreenda.vc*⁷, *Pontapés*⁸, *Kickante*⁹, *WhenyouWish*¹⁰ e *Startmeup*¹¹, dentre outras¹², já em fase operacional no Brasil e ao redor do mundo) que se multiplicam e, entusiasmadas com este novo nicho de atuação (*crowdfunding* em sua modalidade *equity*) começam a exercer pressão, no Brasil, sobre a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para que esta definitivamente regule ou abra a oportunidade de autorregulação em um mercado que aguarda apenas o alinhamento de interesses de seus participantes mais proeminentes para se consolidar.

Tal cenário não passa, em absoluto, despercebido por observadores externos deste mercado em potencial¹³, que anseiam por maiores esforços, tanto por parte dos órgãos e entidades estatais de regulação e fiscalização do mercado de capitais no Brasil quanto por parte dos potenciais participantes deste mercado (MEs e EPPs pré-operacionais ou mesmo em fase de operação, potenciais investidores, plataformas *online* de intermediação e aproximação, etc.) no sentido de um maior alinhamento de interesses, acompanhado da criação de um ambiente

³ Plataforma *Online* Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/index.php>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁴ Plataforma *Online* EuSócio. Disponível em: <<http://www.eusocio.com.br/>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁵ Plataforma *Online* Indiegogo. Disponível em: <<https://www.indiegogo.com>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁶ Plataforma *Online* NextBlue. Disponível em: <<http://www.nextblue.com.br/>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁷ Plataforma *Online* Empreenda.vc. Disponível em: <<http://empreenda.vc/>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁸ Plataforma *Online* Pontapés. Disponível em: <<http://www.pontapes.com/>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁹ Plataforma *Online* Kickstarter. Disponível em: <<https://www.kickstarter.com>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

¹⁰ Plataforma *Online* WhenYouWish. Disponível em: <<http://www.whenyouwish.com.br/>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

¹¹ Plataforma *Online* StartMeUp. Disponível em: <http://startmeup.com.br/pt/?page_id=2>. Acesso em: 31 mai. 2014.

¹² Plataforma *Online* Crowdsourcing.org, iniciativa internacional de catálogo de plataformas de *Equity Crowdfunding*. Disponível em: <<http://www.crowdsourcing.org/directory>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

¹³ “(...) Como toda novidade, o modelo de *equity crowdfunding* ainda não oferece um marco legal suficientemente sólido para trazer segurança jurídica ao investidor. Em aparente contradição a tudo o que foi escrito acima, porém, somos entusiastas da nova dinâmica de acesso a recursos. Uma esperança: no último evento promovido por esta revista sobre o tema, o representante da CVM comentou sobre a possibilidade de incluir o assunto numa audiência pública dentro da comissão em 2015, com o propósito de debater a regulamentação (ou não) do tema. Quem sabe, a partir de então, poderemos ter um horizonte menos cinza sobre o assunto?”

MENEZES, Rodrigo. ROSOLEN, Marcela. Equity crowdfunding: muito se discute, pouco se conclui. Revista Capital Aberto, Edição 132, Agosto de 2014. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/boletins/vc-e-empreendedorismo-boletins/equity-crowdfunding-muito-se-discute-pouco-se-conclui/#.VGnCPtTF_Tp>. Acesso em: 25 out. 2014

regulatório que ofereça a segurança jurídica necessária ao amparo da tomada de decisão pelo investimento.

Neste sentido, o presente trabalho aproveita-se deste anseio para buscar oferecer resposta, em suma, a quais seriam os presentes obstáculos, sejam estes de natureza legal ou regulatória positiva (através do levantamento e análise do presente arcabouço normativo pertinente ao tema), sejam de natureza prática, através da análise de padrões de financiamento da atividade empresarial de MEs e EPPs para a prática de *equity crowdfunding* no Brasil por parte dos potenciais participantes já elencados.

Busca também vislumbrar quais medidas, de natureza legal ou prática, seriam necessárias, ou abstratamente ideais, de maneira a não atentar contra os atuais princípios que norteiam a presente e vasta regulação do mercado de capitais brasileiro, para a institucionalização e consolidação de um mercado de *equity crowdfunding* enquanto modelo de financiamento, de maneira a viabilizá-lo como alternativa atrativa para a micro e pequena atividade empresária.

Para tanto, o método de análise a ser adotado consistirá em uma descrição pormenorizada dos possíveis modelos de captação de recursos típicos ao *equity crowdfunding* – exemplificados por estruturas sendo utilizadas atualmente no exterior e por possíveis estruturas de caráter experimental no Brasil, ainda sob escrutínio de participantes e entidades estatais de regulação e fiscalização do mercado de capitais e passivas de aperfeiçoamento – contrastando suas características com os atuais institutos e princípios consagrados pelo Direito Societário e pela extensa regulação de mercado de capitais brasileiros, buscando assim evidenciar em quais condições se dá (ou não) sua adequação ao presente ordenamento jurídico brasileiro para que se possa defender sua plena e segura prática, garantida pelas formas do Direito pátrio.

Findo este esforço, conclui-se pela possibilidade de prática do *equity crowdfunding* segundo os institutos e princípios consagrados pelo ordenamento jurídico brasileiro atual, ressalvando-se, contudo, o papel ativo que órgãos de regulação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro devem desempenhar na manutenção de um ambiente de observância às exigências legais de prestação de informações por parte de MEs, EPPs e plataformas *online* de intermediação, somada à necessidade de constante adequação de perfis de potenciais investidores e empresas investidas.

Neste sentido, o capítulo 1 ocupar-se-á em oferecer definições possíveis de estruturas a serem adotadas por uma prática de captação de investimento na modalidade de *equity crowdfunding*, sempre concebidas levando em conta as disposições do ordenamento jurídico brasileiro como existente.

Em seguida, o capítulo 2 realizará uma breve análise do perfil e características da MEs e EPPs brasileiras, direcionada a suas necessidades de financiamento, bem como aos obstáculos experimentados por estas em relação a sua interação com o mercado financeiro *latu sensu* neste sentido. O objetivo então será, em suma, demonstrar a viabilidade – frequentemente preterida – do uso do mercado de capitais brasileiro como fonte de financiamento da micro e pequena atividade empresária, através do investimento em participação societária.

Segue, então, exposição do capítulo 3, tendo por objetivo o levantamento e a organização teleológica do atual conjunto normativo eventualmente relevante à regulação de *equity crowdfunding* no Brasil, ressaltando-se os eventuais obstáculos que este pode oferecer a sua prática.

O capítulo 4 e o capítulo 5 têm por incumbência, em conjunto, trazer à discussão o aparente conflito entre o fomento à expansão do mercado de capitais brasileiro, por meio da inclusão de um universo de novas possibilidades de investimento representado pela sua abertura à captações de recursos por parte de MEs e EPPs, respeitadas as estruturas de *equity crowdfunding* designadas, e as legítimas exigências de proteção a princípios basilares do sistema financeiro nacional, essenciais para a redução de seu inerente risco sistêmico, como, por exemplo, a proteção da poupança popular, fundamental a qualquer estrutura de financiamento coletivo, sendo a proteção de tais princípios vital à estabilidade do mercado financeiro como um todo. A discussão proposta por estes capítulos, em conjunto, contudo, não se furtará de apresentar as atuais condições e pressupostos de uma eventual harmonização destas posições, em reconhecimento do papel fundamental que o *equity crowdfunding* pode desempenhar na capitalização da micro e pequena atividade empresária nacional e, conseqüentemente, oferecerão as premissas que viabilizarão as recomendações contidas na Conclusão do presente trabalho.

1. DEFINIÇÃO DE EQUITY CROWDFUNDING

“U.S. Congressman Peter McHenry, member of both the U.S. House Financial Services Committee and the U.S. House Committee on Oversight and Government Reform as well as a sponsor of the original crowdfunding legislation in the U.S. House of

Representatives, describes “crowdfunding” as “essentially the ability of individuals to pool their money in support of a common cause. Crowdfunding has traditionally taken place in the realm of charity or the arts, but through online communities and social networking, it could have positive implications for America’s small businesses and investors.¹⁴”

Em sua tradução literal, o termo *crowdfunding* tem por significado “financiamento pela multidão”, “financiamento pela massa” – em outras palavras, “financiamento coletivo”. Tal definição, apesar de sucinta, não peca em perder a essência do fenômeno: trata-se, sem rodeios, da capacidade de atrair recursos financeiros para determinada ideia ou projeto, como concebido, a partir de fonte coletiva, intencionalmente pulverizada, de investidores ou colaboradores que, apesar de não diretamente envolvidos com a concepção (ou mesmo com o futuro desenvolvimento) da ideia ou projeto, dispõe dos recursos necessários e comprometem-se a empregá-los na formação de um capital que viabilize sua consecução, mediante (não poderia ser diferente) *algo que os recompense*.

A definição teórica esboçada acima não aparenta enfrentar grandes desafios semânticos ou de possível consecução, enquanto versa sobre certa causa comum que, dada sua natureza tentativa, distribui melhor os riscos de sua empreitada se for financiada por pequenas contribuições individuais de uma certa gama de indivíduos interessados. Porém, o elemento de dúvida que desponta ao fim desta definição consiste em precisar a natureza da *recompensa* devida aos investidores ou colaboradores, os quais intencionalmente privaram-se de seu capital (por menor que este seja) durante determinado curso de tempo e desejam *algo* desta privação. Este *algo* é central para a que se explique o desenvolvimento do fenômeno das campanhas de *crowdfunding*, que assim podem se dividir, segundo critério firmado a partir da natureza da recompensa devida àqueles que a financiam, nas modalidades de *donation*, *reward*, *debt* e, por fim, *equity*.

1.1 Modalidades de *crowdfunding*: *Donation*, *Reward*, *Debt* e *Equity*

Veiculou-se na grande mídia¹⁵, no contexto dos desdobramentos das negociações conduzidas entre credores internacionais (Fundo Monetário Internacional – FMI, Banco Central Europeu, etc.) e o governo da Grécia, que houvera recentemente inadimplido vultosas

¹⁴KAUFMAN, Zachary D. KASSINGER, Theodore W. TRAEGER, Heather L. *Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding*. Bloomberg BNA Securities Regulation & Law Report, Volume 45, Número 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2211698>>. Acesso em 27 jun. 2015.

¹⁵ *Grécia não paga dívida ao FMI; e agora?* BBC Brasil. Disponível em: <http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/06/150630_crise_grecia_atualiza_rb>. Acesso em: 8 jul. 2015.

obrigações de reembolso ao FMI, que, ante a iminente derrocada das negociações, havia surgido em uma popular plataforma de *crowdfunding* registrada nos Estados Unidos uma campanha¹⁶ denominada *Greek Bailout Fund*, criada por um determinado usuário britânico, tendo por único e ambicioso objetivo arrecadar, perante a comunidade de usuários da plataforma, bem como perante quaisquer outros interessados que por meio de mídias e redes sociais viessem a ter conhecimento da campanha em questão, valor suficiente, em euros, para efetivamente adimplir a parcela da dívida que então se encontrava às vésperas de vencimento ao FMI, em nome do povo grego, no valor total de €1.600.000.000,00 (um bilhão e seiscentos milhões de euros). A eventual inadimplência grega em relação ao FMI, se não absoluto *event of default* que implicaria em um “calote” a um de seus mais importantes credores, importaria na recusa deste último em realizar qualquer novo desembolso de recursos para arrolar a dívida e, por extensão, toda a economia grega.

Obviamente (para a decepção dos entusiastas do financiamento coletivo e dos gregos em geral) a ambiciosa meta de angariação de fundos não foi bem sucedida, sendo capaz de obter até 6 de julho de 2015 (data-limite imposta pelo usuário, e obrigatoriamente exigida pela plataforma *online* como condição de habilitação da campanha para a angariação de fundos perante o público, para esta campanha em específico), contudo, a surpreendente soma de €1.930.577,00 (um milhão, novecentos e trinta mil, quinhentos e setenta e sete euros), tendo sido esta contribuída por 108.654 (cento e oito mil, seiscentos e cinquenta e quatro) usuários cadastrados ao longo dos oito dias de sua duração. Este exemplo bem-humorado – e que, se por um lado incapaz de cumprir com o ambicioso objetivo que lhe rendeu tamanha repercussão na grande mídia, por outro foi bem sucedido em suscitar uma saudável discussão sobre a natureza da dívida grega, sobre as condições de austeridade impostas ao seu arrolamento e sobre a responsabilidade por sua contração e seu futuro adimplemento, bem como em determinar, segundo a descrição da própria campanha, que apesar do fracasso da arrecadação inicialmente proposta e o resultante reembolso de todos os usuários contribuintes (uma vez que segundo os próprios Termos de Participação de grande parte das plataformas *online*, assim como os da plataforma *online* em questão, todas as campanhas iniciadas por seus usuários que indiquem uma meta de fixa de recursos a serem captados deverão, decorrido o prazo auto estipulado de sua realização sem que seja atingida a referida meta, prever as condições nas quais os recursos até então contribuídos serão reembolsados aos usuários) criar-se-ia uma nova campanha sem

¹⁶ Plataforma *Online* Indiegogo. “*Greek Bailout Fund*”. Disponível em: <<https://www.indiegogo.com/projects/greek-bailout-fund#/story>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

meta fixa de arrecadação, com o intuito de financiar iniciativas humanitárias de alívio aos efeitos da crise financeira grega¹⁷ – constitui exemplo de modalidade de *crowdfunding* denominada *donation*. Nesta modalidade, aqueles que a financiam podem ser qualificados como colaboradores que têm, como explanam Buysere *et al.* (2012), como recompensa à contribuição dada valor de natureza social, intrínseca ao próprio ato de contribuir, sendo que aos colaboradores basta (e isso é suficiente a eles a título de recompensa) apenas que o projeto em questão se torne viável. A legislação brasileira trataria, nos termos do parágrafo único do artigo 541 do Código Civil¹⁸, o *crowdfunding* em sua modalidade *donation* como doação de pequeno valor aperfeiçoada pela tradição da importância em questão, não apresentando esta modalidade de captação especial desafio de natureza jurídica.

Outra modalidade de *crowdfunding* baseada no conceito de colaboração é a dita *reward*, onde aqueles que propõem a campanha e visam obter o financiamento necessário para a consecução de seu projeto comprometem-se a disponibilizar aos colaboradores parte do objeto da campanha ou certo agradecimento formal específico. Explica-se. Muito popular em iniciativas de cunho cultural (vide a popularidade da plataforma Kickstarter¹⁹, uma das primeiras estabelecidas e certamente a maior em volume de financiamentos, voltada exclusivamente para as artes e tecnologia em geral) a modalidade *reward* pode propor, a título de exemplo, forma de remuneração *exclusiva* onde a bem sucedida gravação em estúdio de determinada faixa musical importa na distribuição de cópias da mídia gravada aos colaboradores; a conclusão de um filme é creditada aos colaboradores ao fim de sua exibição ou mesmo quando a recompensa implique no mero envio de um e-mail de agradecimento pessoal redigido pelos criadores da campanha (GERBER e HUI, 2014). A motivação dos colaboradores nesta modalidade caracteriza-se, a exemplo da modalidade *donation*, pela sua natureza social. Gerber e Hui (2014) destacam ainda que o apelo cultural das iniciativas de *crowdfunding* em sua modalidade *reward* é capaz de mobilizar determinado segmento social que possua afinidade com tal expressão cultural, logo, o desejo de “pertencer” ou “fazer parte” de determinada comunidade ou segmento social – e evidenciar isto simbolicamente aos demais através da remuneração exclusiva – pode ser ressaltado como motivação característica da modalidade *reward*.

¹⁷ Plataforma *Online* Indiegogo. “*Greek Crowdfund*”. Disponível em:

<<https://www.indiegogo.com/projects/greek-crowdfund#/story>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

¹⁸ BRASIL. *Lei n° 10.406, de 10 de janeiro de 2002, “Código Civil”*. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

¹⁹ Plataforma *Online* Kickstarter. Disponível em: <<https://www.kickstarter.com>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

A modalidade *debt*, por sua vez, abandona o conceito de colaborador e parte a adotar (à semelhança do *crowdfunding* em sua modalidade *equity*) a premissa da contrapartida a um *investimento*. Mais complexa, uma vez que o conceito de investimento implica aqui no financiamento de uma atividade empresarial de micro ou pequeno porte, a modalidade *debt* representa nada mais que a emissão de dívida que, na definição proposta por Fabozzi e Modigliani (2009) importa em uma obrigação da sociedade empresária tomadora dos recursos investidos, tendo por contraprestação uma sequência fixa, pré-estabelecida contratualmente, de pagamentos em moeda quando de seu vencimento (*maturity*) que compreendam o retorno do montante principal (*principal*) acrescido de uma taxa de juros (*interest*) que remunere o investimento.

Em contraste com a definição apresentada por Fabozzi e Modigliani, característica ao conceito de *debt* no mercado de capitais, Marques (2015), ao analisar os instrumentos de financiamento por endividamento (*debt*) mais relevantes à realidade brasileira, destaca o papel desempenhado pelo mercado financeiro tradicional, representado pelo empréstimo bancário, e outros instrumentos, como o *leasing*, *commercial papers* (notas comerciais) e os *bonds*. Destaca ainda, em relação ao último instrumento, sua relevância por sua conversibilidade em *equity*, ou participação societária, característica que será explorada mais adiante.

Enquanto represente modalidade de *crowdfunding* tendo por característica a emissão de dívida, deve se atentar a dois aspectos que, um por diferenciação, outro por semelhança, contribuem para a definição desta modalidade.

Em primeiro lugar, cabe destacar que não se trata de microcrédito, sendo este regido no Brasil tanto pela Lei 10.735/03 quanto pelas alterações trazidas pela Lei 11.110/05, que institui o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO). O microcrédito deve ser, no Brasil, necessariamente viabilizado no contexto do mercado financeiro através do intermédio e no contexto da atuação de bancos múltiplos, bancos comerciais e da Caixa Econômica Federal. Operações de microfinanças podem ser disponibilizadas à população de baixa renda e a microempreendimentos não apenas pelas instituições financeiras acima elencadas, mas também por Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIPs) e Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCMs) (FORTUNA, 2011).

Note-se, contudo, que a definição de *crowdfunding*, em qualquer de suas modalidades, não prevê, a princípio, a intermediação proporcionada pelas instituições financeiras elencadas

acima. Deve-se isto exatamente ao fato de ser central à definição de *crowdfunding* a ausência de intermediação, pelo menos em seus moldes tradicionais, representada por bancos e demais instituições financeiras, investidores-anjo ou *venture capitalists* (conforme melhor abordado adiante ao tratar-se do papel das plataformas *online* para a viabilização de qualquer iniciativa de captação de recursos por *crowdfunding*, como bem exposto por Mônica Monteiro (2014)), uma vez que a captação de recursos se daria perante a coletividade de potenciais colaboradores ou investidores, justamente em razão da racionalidade de redução dos custos de captação (ORDANINI, 2009).

Em segundo lugar, cumpre notar-se a semelhança entre iniciativas de *crowdfunding* em sua modalidade *debt* e iniciativas de captação de recursos denominadas pelo mercado como *peer-to-peer lending* (P2P). Independentemente das disputas quanto à terminologia adotada²⁰ por uma ou outra prática (que podem ou não apresentar-se problemáticas tanto no exterior quanto no Brasil quando da eventual regulamentação legal das práticas em questão), o autor é da mesma opinião que aqueles que veem maiores semelhanças do que distinções entre elas (GERBER e HUI, 2014). Enquanto importem na aproximação de micro e pequenas sociedades empresárias que intentem a captação de recursos sem a intermediação tradicional de instituições financeiras e afins por um lado e potenciais investidores de pequenas quantias de outro, mediante a remuneração representada pela taxa de juros a ser empregada sobre o montante principal e independentemente do instrumento que representará esta dívida (MARQUES, 2015), inegável é a identificação do *peer-to-peer lending* ao *crowdfunding exclusivamente em sua modalidade debt*. Em reconhecimento ao mérito da posição daqueles que identificam maiores diferenças do que semelhanças entre as duas práticas, reconhece-se que, ressalvada a semelhança ao *crowdfunding* em sua modalidade *debt*, a prática do *peer-to-peer lending* não apresenta qualquer semelhança com qualquer das demais modalidades de *crowdfunding* (seja ela *donation*, *reward* ou *equity*).

No que diz respeito à possibilidade jurídica de realização de iniciativas de *crowdfunding* em sua modalidade *debt*, cabe ressaltar que a prática ainda apresenta grandes controvérsias (talvez até mais intrincadas que aquelas acerca da prática do *crowdfunding* em sua modalidade *equity*), que ultrapassam sua própria caracterização como contrato de investimento coletivo, à exemplo do *equity crowdfunding*, conforme melhor explorado adiante, em especial no que tange

²⁰ MOULES, Jonathan. *Crowdfunders and peer-to-peer lenders draw lines in the sand*. Revista Financial Times. November 28, 2013. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/2d8a393a-5752-11e3-9624-00144feabdc0.html#axzz3fyWdmkGL>>. Acesso em 8 jul. 2015.

às limitações impostas tanto a empréstimos não intermediados por instituições financeiras quanto à captação da poupança popular por vias diversas da constituição de um banco comercial, ambas características ao *crowdfunding* em sua modalidade *debt*. Tentativas de estabelecer a prática são, desta forma, passíveis de caracterização pelo Banco Central do Brasil, enquanto autarquia federal encarregada da regulamentação e fiscalização do mercado financeiro no país, conforme as circunstâncias fáticas, como práticas de agiotagem, à exemplo do ocorrido em relação à plataforma de *crowdfunding* em modalidade *debt* FairPlace²¹ (BROERING, 2014).

Por fim, e para orientar as discussões propostas nos próximos capítulos, *crowdfunding* em sua modalidade *equity* pode ser definido como a captação de recursos da poupança popular perante potenciais investidores de forma pulverizada (com investimentos individuais de menor valor, provenientes de um número maior de investidores, não determinados por qualquer padrão de comparação, mas sim na distribuição racional do risco inerente ao investimento de pequenas quantias pelos investidores em potencial) por micro e pequenas empresas, não necessariamente *startups* em fase pré-operacional, que, em busca de fontes de financiamento menos custosas em comparação com os demais mercados a sua disposição, através de plataformas *online* (ou outro meio que, ao mesmo tempo, garanta a capacidade de divulgação em massa da oferta e baixos custos de operação) que possibilitem, se não a intermediação financeira entre investidores e tomadores, a aproximação, ou contato, dos respectivos interesses, viabilizada por instrumentos contratuais que estabeleçam participação societária dos investidores na micro e pequena sociedade empresária objeto do investimento ou por formas conversíveis em participação. Tal definição, como melhor trabalhada ao longo dos próximos capítulos, ver-se-á, não difere das definições recorrentemente propostas para o *crowdfunding* em sua modalidade *equity* (MARQUES, 2015) (MONTEIRO, 2014) (BROERING, 2014) (GERBER e HUI, 2014) (ORDANINI, 2014) buscando, porém, ressaltar os aspectos recorrentemente suscitados como controversos para sua prática no Brasil atualmente.

1.2 O papel das plataformas *online*

A controvérsia em torno do papel das plataformas *online*, quando discutidos os obstáculos à concretização de iniciativas de captação de recursos por MEs e EPPs em estágio

²¹ SCHREIBER, Mariana. *PF investiga FairPlace, site de empréstimos entre pessoas*. Jornal Folha de São Paulo. 15 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/861031-pf-investiga-fairplace-site-de-emprestimos-entre-pessoas.shtml>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

pré-operacional (*startups*) ou à concretização de quaisquer outras iniciativas pela prática do *crowdfunding* em sua modalidade *equity*, prova-se central. Em suma, e em adiantamento aos pormenores das posições contrárias em relação a este tema que, por si só, garante suficiente insegurança jurídica capaz de, se não frustrar absolutamente, retardar o desenvolvimento de um mercado de *equity crowdfunding* no país, versam as discussões sobre o tema essencialmente sobre a natureza das plataformas *online*: seriam apenas veículos de publicidade das ofertas de investimento propostas pelas micro e pequenas empresas tomadoras dos recursos, essencial ao sucesso da captação, ou obrigatoriamente integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, enquanto *gatekeepers* entre o mercado e micro e pequenas empresas tomadoras?

Antes de expor neste item o cerne desta controvérsia, bem como os argumentos conflitantes sobre ela, o autor frisa três aspectos (que não se limitarão a presente abordagem, mas sim ressaltados sempre que necessário ao longo deste trabalho) que são comumente trazidos à controvérsia em torno do papel das plataformas *online* mas que, em sua opinião, não pertencem necessariamente à esta discussão sendo eles: (i) a classificação dos instrumentos contratuais que viabilizam a prática do *equity crowdfunding* como valores mobiliários; (ii) o caráter, de acordo com a legislação e regulamentação vigentes no país atualmente, de colocação de ofertas de investimento em participação pela modalidade *equity* de *crowdfunding* como oferta pública de valores mobiliários; e (iii) à qual seja aplicável dispensa de registro na CVM.

Além destes aspectos, afasta desde já o autor qualquer argumentação no sentido de dever ser toda e qualquer iniciativa de prática de *equity crowdfunding* necessariamente realizada através de plataformas *online*. Este não é o caso, apesar de ingrato o esforço tentativo de micro e pequenas empresas (especialmente aquelas ainda em fase pré-operacional, as *startups*) em buscar substituir, a sua própria conta e meios restritos de divulgação, o papel de pulverização de suas ofertas de participação societária à potenciais investidores, nos moldes e com a mesma eficiência proporcionada pelas plataformas *online* (BROERING,2014).

A plataforma Broota, a primeira a atuar na modalidade *equity* de *crowdfunding* e ainda a única em operação neste segmento²², estrategicamente destaca em sua página de relacionamento com investidores e empresas tomadoras na *internet*²³ “*ter sua atividade regulada pela CVM*”. Esta afirmação não passa despercebida e não está “solta” entre os pormenores e descrições do que a plataforma pretende exercer: é central à preocupação das

²² LOPES, Fabiana. PINHEIRO, Vinícius. *CVM vai regular financiamento coletivo*.

²³ Plataforma *Online* Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/index.php>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

plataformas em defender o modelo de negócios que entendem (bem como o autor) ser essencial à prática *economicamente viável do equity crowdfunding*.

Senão veja-se: se entendidas como veículos de mera aproximação, contato, entre potenciais investidores e colaboradores e potenciais tomadores de recursos por iniciativas de *crowdfunding* (independentemente de a modalidade adotada ser *donation*, *reward*, *debt* ou *equity*), as plataformas *online* eximir-se-iam de organizarem-se como sociedades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, cuja constituição e operação mostra-se demasiadamente custosa.

Contudo, verifica-se que apenas as plataformas que veiculam e dão publicidade em suas páginas na *internet* às iniciativas de *crowdfunding* nas suas modalidades *donation* e *reward* poderiam ser facilmente entendidas como veículos de mera aproximação, sem maiores controvérsias resultantes deste fato. Isso porque as captações de recursos conduzidas em seu âmbito não podem ser classificadas como uma atividade de *intermediação de valores mobiliários*, uma vez que as colaborações captadas e as recompensas propostas por tais modalidades a seus colaboradores, como já exposto, não possuem os requisitos de configuração de um valor mobiliário. O mesmo não pode, contudo, ser dito em relação a práticas de *crowdfunding* em suas modalidades *debt* e *equity*, como melhor explorar-se-á adiante.

Versa o art. 16 da Lei 6.385/76, conforme alterada, sobre o sistema de distribuição de valores mobiliários:

“Art. . 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:

I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);

II - compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II);

III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

IV - compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

Parágrafo único. Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa²⁴.”

Definidas as atividades que o legislador intentou estarem subordinadas ao regime jurídico do sistema de distribuição de valores mobiliários, soma-se a esta definição a contida no art. 15 da referida Lei, que especificará seus agentes:

“Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

²⁴ 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: 8 jul. 2015.

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

V - entidades de mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

I - os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado;

II - a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços.

§ 2º - Em relação às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades submetidas ao regime da presente Lei, e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele.

§ 3º - Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar o disposto no parágrafo anterior, assegurando a coordenação de serviços entre o Banco Central do Brasil e a comissão de Valores Mobiliários.²⁵

A racionalidade que permeia a criação de um sistema de distribuição de valores mobiliários para companhias organizadas como sociedades anônimas (mas igualmente relevante para a compreensão dos interesses conflitantes presentes em qualquer colocação de ofertas de investimento ao mercado, como observáveis nas iniciativas de *equity crowdfunding*) é dada por Eizirk, Gaal, Parente e Henriques:

“A atuação das instituições financeiras na intermediação da captação de recursos para as companhias, negócio jurídico denominado de *underwriting*, configura, assim, uma das principais atividades desenvolvidas no mercado de capitais.

As companhias, em regra, não apresentam capacidade profissional nem experiência para apelar diretamente à poupança popular. Também não desejam assumir os riscos inerentes à venda ao público dos valores mobiliários que emitem. Por estas razões, contratam instituições financeiras especializadas para procederem à distribuição pública de ações, debentures ou outros valores mobiliários de sua emissão.

Ao decidirem captar recursos junto ao público investidor, mediante a venda de valores mobiliários de sua emissão no mercado de capitais, as companhias procuravam se defender de certos riscos inerentes à colocação pública de valores mobiliários²⁶.”

²⁵ *Ibid.*

²⁶ EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

Ter-se-ia, portanto, cenário que tornaria determinante o enquadramento da atividade de aproximação, contato – e, aqui, mais além, efetivamente caracterizada como intermediação – desempenhada pelas plataformas *online* como uma atividade subordinada ao sistema de distribuição de valores mobiliários, ensejando assim a necessidade das destas organizarem-se como integrantes de tal regime. Esta conclusão, como compartilhada por Marques (2015), basear-se-ia principalmente no eventual exercício pelas plataformas *online* de (i) agência, em nome do emissor, na distribuição de emissão de valores mobiliários (art. 15, I, “a”, em conjunto com o art. 16, I da Lei 6.385/76) ou (ii) mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão, organizado ou não organizado (MARQUES, 2015) (art. 15, III e art. 16, III da Lei 6.385/76), conforme acima exposto.

O parágrafo 1º do art. 19 da mesma Lei 6.385/76 ainda proporciona definição de distribuição de valores mobiliários:

“Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas²⁷.”

Complementa-a em sentido a Instrução CVM nº 400/03:

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:

(...)

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.

(...)

§ 2º A distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (“Instituições Intermediárias”), ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do art. 4º²⁸.”

O arcabouço legislativo e regulatório exposto acima parece, em suma, indicar o seu claro favorecimento ao conceito de intermediação da oferta – a ser desempenhado por Instituições Intermediárias, integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários – e não de mera aproximação entre investidores potenciais e micro e pequenas empresas emissoras, tomadoras

²⁷ 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: 8 jul. 2015.

²⁸ BRASIL. *Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003*. Disponível em:

<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 26 out. 2014.

dos recursos captados, atribuível à atividade efetivamente desempenhada pelas plataformas *online*. O exercício de funções que muito se assemelham a dos *underwriters*, característicos à colocação de ofertas públicas ao mercado de valores mobiliários de emissão de companhias organizadas como sociedades anônimas – e que vão muito além da proposta de serviços atualmente ofertados pelas plataformas *online* – tornar-se-ia necessário em obediência ao comando normativo que se extrai dos excertos acima.

Este cenário regulatório, como exposto, não se mostra favorável à atuação ideal das plataformas *online* enquanto ferramentas (essenciais ao mercado de *equity crowdfunding*, efetivas garantidoras da popularidade das ofertas veiculadas, ou seja, da coletivização do investimento) de aproximação de investidores e MEs e EPPs emissoras de valores mobiliários a baixos custos, simplesmente. Se por um lado a legislação e regulamentação em vigor no que diz respeito à atuação das plataformas *online* proporcionam robustez e segurança à distribuição de valores mobiliários em grandes emissões por companhias abertas, nas quais sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs) e demais *gatekeepers* proporcionam a própria viabilidade do complexo processo de colocação (*placing*) dos valores mobiliários à distribuição no mercado, servindo como elo de aproximação entre a empresa emissora e investidores e que perdura até sua conclusão bem sucedida (EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, 2008), por outro implica em claro obstáculo à realização de iniciativas de captação de investimentos por meio de *equity crowdfunding* no país que atenham-se à definição e proposta clássicas do financiamento coletivo da atividade empresarial, que importa precisamente (e necessariamente, como se verá) na desintermediação do processo de obtenção de recursos para financiamento de atividades empresárias que, recorrentemente, cumulam as sensíveis condições de micro e pequena atividade empresarial com sua natureza pré-operacional, tendo em vista sua redução de custos, elemento essencial ao processo de captação, principalmente por empresas nascentes que apresentem as características acima descritas.

Certamente a eventual qualificação da atividade das plataformas *online* como intermediárias na distribuição de valores mobiliários de emissão de pequenas e médias empresas pré-operacionais (sendo necessária sua autorização pela CVM, por força do já mencionado art. 16 da Lei 6.385/76, bem como a inerente habilitação da plataforma como DTVM perante o Banco Central do Brasil, conforme disposto pelos termos do regulamento

anexo à Resolução nº 1.120 do Conselho Monetário Nacional²⁹, ou como integrante diversa do sistema de distribuição de valores mobiliários, condições à quais todas as plataformas *online* em operação que se dediquem, parcial ou exclusivamente, à viabilização de financiamentos por via de *equity crowdfunding*, estariam sujeitas) não contribui para a redução de custos de operação das plataformas *online*, que, enquanto elementos essenciais à condução bem sucedida de qualquer iniciativa de *crowdfunding* (MONTEIRO, 2014) (GERBER e HUI, 2014) seriam demasiadamente oneradas pelos elevados custos de criação e manutenção, como, por exemplo, se organizadas como DTVMs, cujos custos de criação e manutenção facilmente rondam a casa de centena de milhares de reais (BROERING, 2014).

1.3 Diferentes modalidades de *equity crowdfunding*: atual panorama

Não distinta da controvérsia em torno do papel a ser desempenhado pelas plataformas online na colocação de ofertas de investimento por via do *equity crowdfunding*, a controvérsia em torno das diferentes modalidades de instrumentos jurídicos que podem (e tem efetivamente sido³⁰) adotados atualmente pela prática no Brasil oferece obstáculos tanto ao conceito, como já delimitado por este trabalho, de *equity crowdfunding* quanto ao seu desenvolvimento juridicamente seguro, tanto para investidores quanto para micro e pequenas empresas tomadores dos recursos investidos.

Dentre as diversas modalidades de instrumentos jurídicos possíveis ao desenvolvimento do *equity crowdfunding* no país, destacam-se, seja por seu uso tentativo já em curso, seja pelas discussões que sua potencial adoção suscita, (i) a estruturação da sociedade investida como uma sociedade em conta de participação, como regida pelos artigos 991 e seguintes do Código Civil Brasileiro; (ii) o uso de contratos de opção e, por fim (iii) a emissão de notas conversíveis por micro e pequena sociedade limitada. Descrever-se-á cada uma das modalidades elencadas, ressaltando suas vantagens particulares sobre as demais modalidades, bem como os obstáculos impostos à sua adoção.

A estruturação de uma sociedade investida como uma sociedade em conta de participação (“SCP”) reger-se-ia pelo disposto nos artigos 991 seguintes do Código Civil Brasileiro, a saber:

“Da Sociedade em Conta de Participação

²⁹ BRASIL. *Resolução nº 1.120, de 4 de abril de 1986*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1120_v8_L.pdf>. Acesso em: 8 jul. 2015.

³⁰ Plataforma *Online* Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/index.php>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

Art. 991. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.

Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social.

Art. 992. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.

Art. 993. O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade.

Parágrafo único. Sem prejuízo do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o sócio participante não pode tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente com este pelas obrigações em que intervier.

Art. 994. A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais.

§ 1º A especialização patrimonial somente produz efeitos em relação aos sócios.

§ 2º A falência do sócio ostensivo acarreta a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário.

§ 3º Falindo o sócio participante, o contrato social fica sujeito às normas que regulam os efeitos da falência nos contratos bilaterais do falido.

Art. 995. Salvo estipulação em contrário, o sócio ostensivo não pode admitir novo sócio sem o consentimento expresso dos demais.

Art. 996. Aplica-se à sociedade em conta de participação, subsidiariamente e no que com ela for compatível, o disposto para a sociedade simples, e a sua liquidação rege-se pelas normas relativas à prestação de contas, na forma da lei processual.

Parágrafo único. Havendo mais de um sócio ostensivo, as respectivas contas serão prestadas e julgadas no mesmo processo³¹.”

No contexto deste tipo societário, como ressaltado pela *Equity* – Associação Brasileira das Empresas Administradoras de Plataformas de *Equity Crowdfunding* (Abpec)³², exerceria a empresa tomadora o papel de “sócio ostensivo”, que atuaria na consecução do objeto social sob seu nome individual e sob sua própria responsabilidade, sendo os investidores, denominados “sócios participantes”, tendo seu investimento como patrimônio especial do sócio ostensivo, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais, garantindo sua participação correspondente no resultado da atividade empresária.

Defendem Spinelli, Scalzilli, Corradini e Tellechea (2013), inclusive, serem todos os contratos de investimento coletivo passíveis de enquadramento na hipótese prevista pelo inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76, conforme melhor descrita adiante, efetivas SCPs, necessariamente. Enquanto nem todas as SCPs implicariam em contratos de investimento coletivo, porquanto não capitalizam a conta de participação por via de oferta pública (citam, a título de exemplo, negócios como o de construção e administração de apart-hotéis não ofertada

³¹ BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, “Código Civil”*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

³² SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. *Empresários querem financiar negócios via crowdfunding*. Disponível em: <<http://economia.terra.com.br/vida-de-empresario/empresarios-querem-financiar-negocios-via-crowdfunding,d7bff2293d245410VgnVCM4000009bcceb0aRCRD.html>>. Acesso em: 8 jul. 2015

ao público em geral, financiada sua construção pelos sócios investidores e cabendo a administração e exploração econômica ao sócio ostensivo, com repartição dos lucros), o contrário mostrar-se-ia evidente, uma vez que presentes duas ou mais pessoas (empreendedor enquanto sócio ostensivo e investidores, enquanto sócios participantes, aos quais é vedada a atuação, perante terceiros, em nome da sociedade em conta de participação) aportando bens (capital para o fundo social, conferido como patrimônio especial ao sócio ostensivo, com eficácia meramente interna à sociedade, apesar de não ser vedado o registro de atos constitutivos da sociedade em registro de títulos e documentos, para que se dê publicidade à conta de participação, ao objeto da sociedade e às disposições que regem a participação e direitos das duas classes de sócios) para a consecução (positiva ou negativa, em termos patrimoniais) de um fim comum (*gemeinsamer Zweck*).

Tal enquadramento mostrar-se-ia fundamental não apenas para a atração da atividade regulamentar e fiscalizatória da CVM em relação a este instrumento jurídico (devido à sua classificação, em se tratando de iniciativa de *equity crowdfunding*, como contrato de investimento coletivo nos termos da Lei 6.385/76), mas também para sua subordinação ao regime societário próprio das SCPs, conforme previsto pelo Código Civil Brasileiro, e, em sendo o caso, pela Lei 11.101/05 (Lei de Falências e Recuperação Judicial) em especial no que diz respeito aos deveres fiduciários do sócio ostensivo na consecução do objeto da conta de participação, aos direitos de fiscalização dos assuntos sociais pelos sócios participantes, ao regime de falência aplicável a contratos bilaterais do falido imposto ao sócio ostensivo (cujo patrimônio abrange a conta de participação), caracterizando o crédito dos sócios participantes perante a conta de participação em quirografário, e, por fim, o regime de sua dissolução.

Contudo, apresenta-se atualmente como obstáculo à adoção desta modalidade jurídica de estruturação do investimento por via de *equity crowdfunding* a exclusão das sociedades em conta de participação do rol de tipos societários admitidos à definição de micro e pequena empresa. As consequências desta desclassificação, melhor exploradas em capítulo próprio deste trabalho, mostrar-se-iam determinantes na inviabilidade prática do investimento seguida esta modalidade.

Outro modelo cujo potencial é recorrentemente suscitado, seria a celebração, pela sociedade tomadora dos recursos, de contrato de opção no qual, determinado o termo e o preço de seu exercício, teria o investidor opção de exercê-la quando da conversão da sociedade tomadora em sociedade anônima, obtendo assim participação societária por meio da aquisição

de ações em valor correspondente ao aporte de recursos, conforme disposição contratual (HESSEL, 2014).

Esta modalidade de contrato de investimento coletivo, por si, não apresenta maiores obstáculos outros que a própria incerteza quanto ao sucesso da empresa tomadora dos recursos obtidos via *equity crowdfunding*, enquanto *startup* em sua configuração original. Tal fato poderia frustrar a eventual conversão da empresa tomadora em sociedade anônima e impedir, em última análise, a ocorrência do termo que ensejaria o exercício da própria opção, deixando investidores sem nem mesmo um direito de crédito contra a empresa malsucedida (MENEZES e ROSOLEN, 2014).

Por fim, tem-se na emissão pela sociedade organizada e regida pelo disposto nos artigos 1.052 e seguintes do Código Civil Brasileiro – a sociedade limitada – de notas conversíveis em futura participação societária na micro e pequena empresa investida a modalidade mais celebrada (e efetivamente posta a teste em captações intermediadas por plataformas *online*) dentre as três descritas por este trabalho.

A plataforma online Broota busca descrever a seus potenciais participantes (investidores ou empresas investidas) os pormenores de seu instrumental jurídico:

“Para garantir uma operação rápida e com máxima proteção de eventuais passivos fiscais e trabalhistas do investidor, os investimentos no Broota são realizados através de um Título de Dívida Conversível (TDC) - instrumento muito parecido com uma debênture conversível, que coloca o investidor num primeiro momento como credor de uma dívida, mas lhe dá a opção de converter essa dívida em participação da empresa investida, em situações previamente acordadas entre as partes.

Dívida conversível é um dos veículos mais utilizados por investidores-anjos, aceleradoras e fundos de capital semente para investirem em negócios embrionários. A ideia do Título de Dívida Conversível não é de resgate da dívida mas sim que o investidor a converta em *equity* no momento de sua maturidade, estipulada previamente pela emissora, tornando-se sócio minoritário do negócio.

Como a maioria desses negócios tende a não dar certo, o investidor só vira realmente sócio daqueles negócios que tiverem demonstrado excepcional performance, evitando assim toda a burocracia e o risco de uma sociedade prematura³³.”

Tal Título de Dívida Conversível é, em substância, nota conversível em participação societária, efetivo instrumento contratual de investimento coletivo. Marques (2015) conclui tratem-se tais notas conversíveis de contratos atípicos, que combinam elementos de contrato de mútuo – uma vez que suas disposições importam, em um primeiro momento, na concessão de recursos dos investidores a *startup* emissora, que, se não convertidas as notas conversíveis, continuariam a consubstanciar direito de crédito contra a sociedade emissora – e de debêntures

³³ Plataforma *Online* Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/index.php>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

conversíveis, tipificadas pelo parágrafo 2º do art. 59 da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas)³⁴, uma vez que comumente apresentam direitos aos investidores que são, em suma, típicos aos sócios de qualquer sociedade, como direito de veto sobre determinadas deliberações da sociedade limitada não-convertida, direito de preferência na subscrição de novas quotas ou na aquisição de quotas dos demais sócios ou das demais notas conversíveis em circulação, direito de venda conjunta (*tag along*), direito de venda conjunta (*drag along*) e direitos de preferência diante de eventos de liquidez.

Enquanto guarde, do ponto de vista do investidor, clara vantagem sobre o contrato de opção (que, como descrito acima, se não determinada a conversão da sociedade investida em sociedade anônima – efetivo termo para o exercício da opção – tal fato implicaria na perda do valor empregado para a aquisição da opção pelo investidor), uma vez que preserva certo direito de crédito contra a sociedade investida, a modalidade representada pela emissão de notas conversíveis apresenta seus próprios obstáculos e especial revés contra investidores, uma vez que sua atipicidade e a novidade em seus termos específicos, como descritos anteriormente, ensejariam grande risco de possível caracterização da sociedade investida como sociedade de fato, acarretando na responsabilização de seus investidores (detentores das notas conversíveis ainda à converter) por suas obrigações eventualmente inadimplidas (MARQUES, 2015), risco este demasiadamente alto para o modelo de captação de recursos por via de *equity crowdfunding*, como idealizado, no qual investidores pulverizados tomam proveito – inclusive na tomada de decisão pelo investimento – da limitação de sua responsabilidade ao montante (relativamente baixo) de seu investimento individual.

1.4 Instrumentos de *equity crowdfunding* enquanto valores mobiliários

Enquanto relevante não apenas para a distinção das iniciativas de *crowdfunding* em suas modalidades *donation* e *reward* das modalidades *debt* e *equity*, a eventual caracterização dos diversos instrumentos possíveis para a viabilização de investimentos via *equity crowdfunding* como valores mobiliários é vital, como já suscitado por este trabalho, para a definição do futuro da atuação das plataformas *online* (devido à controvérsia em torno da oferta destes instrumentos

³⁴ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 8 jul. 2015.
“Art. 59.

(...)

§ 2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas.”

e seu conseqüente apelo à poupança popular, como então ressaltado, resvalando a própria regulamentação do sistema de distribuição de valores mobiliários), bem como para, como ver-se-á adiante, a dispensa de registro de sua oferta perante a CVM à potências investidores.

Nesse sentido, passa a ser necessário demonstrar as premissas que permitiriam a inclusão dos diversos instrumentos possíveis para a viabilização de investimentos via *equity crowdfunding* no conceito de valor mobiliário como definido pelo Direito brasileiro.

A consolidação de tal definição coube à Lei 6.385/76, que, ao criar a própria CVM, encarregou-se de precisar, em seu art. 2º, quais instrumentos jurídicos passariam a estar sujeitos a seu âmbito de regulamentação e fiscalização:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 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. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 § 1º Excluem-se do regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) (Vide art. 1º da Lei nº 10.198, de 14.2.2001)
 I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)³⁵.”

Observa-se que os incisos I à VIII procuram estabelecer rol taxativo de instrumentos jurídicos que enquadrar-se-iam no conceito de valor mobiliário segundo o Direito brasileiro. Contudo, tal rol taxativo de instrumentos jurídicos certamente não compreenderia os instrumentos jurídicos capazes de viabilizar o investimento por via de *equity crowdfunding*. Tampouco seria relevante em atrair o âmbito da atuação regulatória e fiscalizatória da CVM a

³⁵ 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: 8 jul. 2015.

todo instrumento que viabilizasse *o investimento de dinheiro em um empreendimento comum, no qual a expectativa de lucros dependesse unicamente dos esforços de terceiros* (MATTOS FILHO, 2015), ou, em outras palavras, contratos de investimento coletivo.

A definição ampla ofertada acima é característica da evolução da definição de *securities* para o direito norte-americano. Lá, confrontados com a limitação do conceito de *securities* como inicialmente proposto pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934 – que inicialmente propunham-se também em fixar rol taxativo daqueles instrumentos jurídicos que estariam, nos Estados Unidos da América, subordinados à regulamentação e fiscalização da *Securities and Exchange Commission* (SEC), recorrentemente referida como a equivalente norte-americana da CVM brasileira – coube ao Poder Judiciário, no exercício de suas prerrogativas no contexto do Direito Consuetudinário adotado nos Estados Unidos da América (*Common Law*), na já famosa decisão *SEC vs. W.J. Howey & Co.*, estender a definição de *securities* e, assim, o âmbito de atuação da própria SEC, a todo e qualquer negócio jurídico que impostasse (i) no investimento de dinheiro (*investment of money*) em um (ii) empreendimento comum (*common enterprise*), no qual a (iii) expectativa de lucros (*expectation of profits*) dependesse (iv) unicamente dos esforços de terceiros (*solely from the efforts of others*) (EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, 2008) .

As alterações trazidas pela Lei 10.303/01 ao art. 2º da Lei 6.385/76 certamente incumbem-se de trazer à definição de valor mobiliário segundo o Direito brasileiro – se bem que de maneira positiva, característica do Direito Civil – a casuística norte-americana, que logo viu-se encarregada de oferecer definição mais robusta de *securities*, que não se visse desafiada (e passiva de reformulações periódicas) pelo eventual surgimento de todo e qualquer novo instrumental jurídico que viabilizasse produtos de investimento ao mercado. Nesse sentido, passou o inciso IX do mesmo art. 2º a definir:

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. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Os instrumentos jurídicos elencados por este trabalho como capazes de viabilizar iniciativas de captação de recursos perante investidores por via de *equity crowdfunding* efetivamente enquadram-se na definição dinâmica de contrato de investimento coletivo proposta acima. O juízo de sua aplicação a determinado caso concreto é, de fato, atribuído à própria CVM, no contexto de sua análise dos pormenores de determinada oportunidade de

investimento. Ressalva-se, contudo, que a relação jurídica de obrigações e direitos recíprocos entre investido e sociedade investida estabelecida pelo investimento independe de corporificação em título ou documento que o represente (MATTOS FILHO, 2015).

Enquanto seja representada por título ou contrato de investimento coletivo – importando aqui a natureza de financiamento coletivo, pela pluralidade dos potenciais investidores, que contribuem com montantes relativamente baixos para o financiamento da empresa tomadora – que gere direito de participação ou de remuneração – compreendendo, portanto, o *crowdfunding*, seja em sua modalidade *equity*, seja em sua modalidade *debt* – cujos rendimentos advenham do esforço do empreendedor ou de terceiros – a própria micro e pequena *startup* investida, que exercerá sua atividade empresarial tendo por fim a remuneração de seus sócios ou credores – a oportunidade de investimento via *equity crowdfunding* instrumentalizada por algum dos diversos métodos descritos anteriormente por este trabalho encontrar-se-á enquadrada na hipótese prevista pelo inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76.

2. MICROEMPRESAS E EMPRESAS DE PEQUENO PORTE NO BRASIL: DEFINIÇÃO, BREVE PANORAMA E OBSTÁCULOS AO SEU FINANCIAMENTO

No Brasil, a atividade empresária não se restringe à determinada forma de organização societária prevista em lei. O art. 983 do Código Civil, ao estabelecer norma geral sobre a organização de qualquer sociedade empresária, independentemente de seu porte, estabelece rol taxativo e exaustivo dos tipos de estrutura e organização societária possíveis no Brasil. Uma vez caracterizadas como sociedades empresárias, empresas podem ser organizadas em todas as formas e estruturas de organização societária previstas pelo mesmo art. 983 do Código Civil:

“Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias³⁶”.

A sociedade empresária possuiria a princípio, portanto, liberdade de estruturação segundo os seguintes tipos, constantes deste rol taxativo: sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade limitada, sociedade anônima e sociedade em comandita por ações. Percebe-se, portanto, que em termos relativos exclusivamente ao Direito Societário, empresas brasileiras de menor porte não apresentariam nenhuma distinção relevante em relação a empresas de maior porte.

³⁶ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, “Código Civil”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

Tal distinção, contudo, é estabelecida pela Constituição Federal que, em seu art. 179, cria obrigação geral de tratamento jurídico diferenciado – simplificado, é dizer – para MEs e EPPs nos âmbitos administrativo, tributário e previdenciário, tanto por atribuir à MEs e EPPs importância em quesitos como capacidade de geração de empregos, potencial de diversificação econômica e inovação, quanto por reconhecer suas fragilidades diante de um conjunto normativo e regulatório aplicável às sociedades empresárias, em geral considerado demasiado extenso e complexo:

“Art. 179. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei.³⁷”

Este tratamento diferenciado é consubstanciado, nos âmbitos do Direito Tributário (através de tributação favorável estabelecida pelo regime denominado “Simples Nacional”) e Trabalhista, pela Lei Complementar 123/06, que cria o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte³⁸. Seu art. 3º, por sua vez, impõe restrições ao tipo societário a ser adotado pela micro e pequena empresa:

“Art. 3º. Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso (...)”³⁹

Neste sentido, verifica-se vedação à organização da atividade empresária que se pretenda de micro e pequeno porte sob certos tipos sociais, como, notadamente, a sociedade anônima, cuja eventual configuração importa necessariamente na exclusão da ME e da EPP do âmbito do regime de tributação favorável criado pelo Simples Nacional, conforme abaixo:

“Art. 30. A exclusão do Simples Nacional, mediante comunicação das microempresas ou das empresas de pequeno porte, dar-se-á:

(...)

§ 3º A alteração de dados no CNPJ, informada pela ME ou EPP à Secretaria da Receita Federal do Brasil, equivalerá à comunicação obrigatória de exclusão do Simples Nacional nas seguintes hipóteses:

I - alteração de natureza jurídica para **Sociedade Anônima, Sociedade Empresária em Comandita por Ações, Sociedade em Conta de Participação ou Estabelecimento, no Brasil, de Sociedade Estrangeira;**

II - inclusão de atividade econômica vedada à opção pelo Simples Nacional;

³⁷ BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

³⁸ BRASIL. *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: 26 out. 2014.

³⁹ *Ibid.*

- III - inclusão de sócio pessoa jurídica;
- IV - inclusão de sócio domiciliado no exterior;
- V - cisão parcial; ou
- VI - extinção da empresa.⁴⁰

Em obediência ao comando constitucional de atribuição de tratamento diferenciado à MEs e EPPs, contudo, teve o legislador ordinário que estabelecer neste Estatuto definição prática e abrangente do que consistiria, para o Direito brasileiro, a micro e pequena atividade empresária. O critério escolhido, segundo o art. 3º do referido Estatuto, consiste na apuração de receita bruta, definida como o produto da venda de bens e serviços nas operações de sua conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos⁴¹.

Sotto (2007) entende ser a eleição do critério de apuração de receita bruta para a caracterização da micro e pequena atividade empresária – diferenciando-a de sociedades empresárias de maior porte – suficientemente pertinente para, teleologicamente, viabilizar o intuito constitucional de diferenciação de tratamento, uma vez que aparta, segundo os valores efetivamente movimentados pela atividade empresarial no período de um ano, os dois tipos de empresa.

Determinada sociedade empresária que busque se capitalizar por meio de uma estrutura de *equity crowdfunding*, entende-se, deverá atentar a tais critérios de definição da micro e pequena atividade empresária para fins de aplicação, à sua atividade, do Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, uma vez que os benefícios criados por este Estatuto no sentido de simplificar obrigações tributárias, trabalhistas e previdenciárias (representados pela figura do Simples Nacional) são considerados vitais tanto para a manutenção da operação inicial, bem como de qualquer capacidade de crescimento, de uma ME ou de uma EPP (PERRONI e RAMOS, 2014).

⁴⁰ *Ibid.*

⁴¹ *Ibid.* Art. 3º: Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002, devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e

II - no caso da empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais).

§ 1º Considera-se receita bruta, para fins do disposto no caput deste artigo, o produto da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos.

Já no âmbito da regulamentação do mercado de capitais brasileiro, estabelece-se, à semelhança do tratamento diferenciado ofertado pelo Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte em relação a obrigações tributárias, trabalhistas e previdenciárias, tratamento diferenciado – é dizer também neste caso, simplificado – à micro e pequena atividade empresária no que diz respeito tanto à dispensa de registro referente à distribuição, em oferta pública, de valores mobiliários de sua emissão, disciplinada pela Instrução CVM 400⁴², quanto à dispensa de registro da própria sociedade empresária como emissora de valores mobiliários, disciplinada pela Instrução CVM 480⁴³.

Tal tratamento diferenciado, como criado pela Instrução CVM 482 (que efetivamente altera as supramencionadas Instruções CVM 400 e 480) inspira-se, novamente, no mesmo comando constitucional previsto pelo art. 179 da Constituição Federal, visando, no âmbito do mercado de capitais, regulado e fiscalizado pela CVM, a atribuição de tratamento diferenciado – em relação, aqui, a obrigações administrativas – à micro e pequena atividade empresária, como evidenciado pelo Relatório de Análise da Audiência Pública nº 01/2009 da CVM⁴⁴.

O tratamento diferenciado conferido no âmbito do mercado de capitais brasileiro à micro e pequena atividade empresária não se reflete, contudo, no presente panorama de padrões de financiamento deste setor da economia. Burkowski, Perobelli e Zanini (2009) ressaltam ser ainda evidente o subaproveitamento da capacidade de financiamento do mercado de capitais por parte de MEs e EPPs se comparado com outros métodos de financiamento adotado por estas, sendo os principais métodos adotados ainda: (i) o reinvestimento de lucros gerados internamente, próprios de sua atividade e que, retidos, não são distribuídos a seus proprietários; e (ii) o financiamento perante fornecedores, através do endividamento da sociedade empresária através do adiantamento de insumos e serviços a prazo, sem contar, em comparação, com sua

⁴² BRASIL. *Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003*. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 26 out. 2014.
Art. 5º: Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:
(...) III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

⁴³ BRASIL. *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.
Art. 7º: Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários:
(...)IV - empresas de pequeno porte;
V - micro empresas;

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM. Processo nº RJ 2008/6527 - Audiência Pública nº 01/2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/Relat%C3%B3rio%20de%20Audi%C3%Aancia%20P%C3%BAblica%20-%20Instru%C3%A7%C3%A3o%20482.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.

exposição ao mercado financeiro *stricto sensu*, representado aqui por instituições financeiras, como bancos privados ou públicos.

De fato, programas de financiamento à micro e pequena atividade empresária criados na esfera de atuação do Poder Público, através de mecanismos centrados na atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do Programa de Geração de Emprego e Renda (Proger) e por Fundos Constitucionais de Financiamento, como o Fundo Constitucional de Financiamento do Norte (FNO) e o Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE), por exemplo, consistem em fonte de capital mais bem explorada por MEs e EPPs do que o mercado de capitais brasileiro (MORAIS, 2008), apesar do potencial limitado de disponibilidade de recursos públicos frente ao potencial de disponibilidade de recursos constante da poupança popular, alvo de uma oferta pública de valores mobiliários de emissão de uma ME ou de uma EPP no âmbito do mercado de capitais.

Esta disparidade entre métodos de financiamento da micro e pequena atividade empresária pode justificar-se por ser, historicamente, preterido o mercado de capitais no Brasil como opção de fonte de financiamento da atividade empresária, entendida em geral, frente aos demais métodos elencados anteriormente (ALMEIDA, 2013).

Contudo, tal justificativa não contrapõe o fato de consistir tal disparidade em anomalia da estrutura de financiamento da micro e pequena atividade empresária observada no Brasil. Modigliani e Miller (1958) concluíram neste sentido – bem como o presente trabalho –, através da análise microeconômica da estrutura de financiamento de empresas considerando seu valor de mercado, que o custo, do ponto de vista da empresa, do capital utilizado para o financiamento de sua atividade, tanto em (i) um cenário de captação de recursos perante o mercado financeiro *stricto sensu*, onde a taxa de juros – o *spread* bancário (FORTUNA, 2011, p. 161) – sobre o montante emprestado e internalizado como capital deverá ser inferior à margem de retorno obtida pela exploração dos ativos da empresa para que se justifique a tomada deste recurso – presumindo-se o comportamento racional da empresa tomadora e sua intenção de maximizar seu valor de mercado e seus lucros – quanto; (ii) em um cenário de captação de recursos perante o mercado de capitais, onde a capacidade de valorização da empresa, decorrente de sua atuação continuada, será definida não apenas pelo valor da participação consolidada de seus atuais proprietários, mas majoritariamente pela decisão de investimento por parte de potenciais investidores (FABOZZI e MODIGLIANI, 2009), que contribuirão para uma captação de recursos mais expressiva, onde se presume simetria informacional máxima entre proprietários

e potenciais adquirentes de valores mobiliários de emissão da sociedade empresária sobre as características de mercado da empresa, serão iguais, logo desconstruindo qualquer hipótese de defesa de uma eventual natural e intrinsecamente superior fonte de financiamento em relação à outra que motive o panorama de predileção tão pronunciado por certa fonte de financiamento em detrimento de outra que se observa atualmente no Brasil.

3. BRASIL: ATUAL CONJUNTO NORMATIVO RELEVANTE À REGULAÇÃO DO TEMA

Apresentados o conceito de *equity crowdfunding* e o seu enquadramento, bem como o de seus institutos auxiliares, no ordenamento jurídico brasileiro, passa-se então a buscar esquematizar, a partir do conjunto normativo positivo atualmente em vigor e que apresente relevância à regulamentação de sua prática, os obstáculos que decorrem do esforço em se conciliar o *equity crowdfunding*, enquanto teoricamente definido, e o ordenamento jurídico brasileiro.

Este esforço pode, adianta-se, concentrar as normas relevantes a presente regulamentação da prática do *equity crowdfunding* no país ao redor de três diferentes obstáculos, a saber: (i) limitações impostas ao porte das empresas investidas; (ii) obstáculos à atuação das plataformas *online*; e, por fim, (iii) eventual restrição quanto ao público-alvo da oferta.

(i) Limitações impostas ao porte das empresas investidas

Enquanto, por definição, consista o *equity crowdfunding* em via de financiamento relevante à micro e pequena atividade empresária, preferencialmente em sua fase pré-operacional (*startups*), porquanto importe em custos reduzidos de obtenção de capital (via participação societária, e não emissão de dívida, vale ressaltar), entende-se, contudo, que o atual conjunto normativo impõe balizas excessivas à qualificação presente da empresa investida, que deve atentar necessariamente, como já exposto, à sua classificação como micro e pequena empresa nos termos da Lei Complementar 123/06. Dando início ao raciocínio, define o art. 2º da Lei 6.385/76 o conceito dinâmico de valor mobiliário que permite, hoje, a inclusão neste dos instrumentos jurídicos capazes de viabilizar investimentos via *equity crowdfunding* elencados por este trabalho:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

(...)

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. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)⁴⁵.”

A instrução CVM 480 garante, por sua vez, que a emissão de tais valores mobiliários seja dispensada de registro, fator essencial para sua redução de custos e desburocratização:

“Art. 7º: Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários:

(...)

IV - empresas de pequeno porte;

V - micro empresas;⁴⁶”

Como já ressaltado, contudo, encontra-se restrição na Instrução CVM 480, que remete a classificação da empresa emissora necessariamente a definição de micro e pequena empresa, conforme definida pela Lei Complementar 123/06. Vê-se, contudo, que tal classificação atrai à figura da empresa emissora, como já ressaltado anteriormente, restrições quanto a (i) seu faturamento anual, se operacional; (ii) sua organização societária, que por si implica também em restrição à disponibilidade de instrumentos jurídicos enquadráveis no conceito de valor mobiliário, conforme definido pela Lei 6.386/76, cuja emissão encontra-se à disposição da empresa investida e, em todo caso (iii) eventual participação de pessoas jurídicas na composição societária da micro e pequena empresa, excluindo assim do universo de possíveis investidores a importante contribuição que poderia ser dada por investimentos feitos por pessoas jurídicas:

“Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e

II - no caso da empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais).

(...)

Art. 30. A exclusão do Simples Nacional, mediante comunicação das microempresas ou das empresas de pequeno porte, dar-se-á:

(...)

I - alteração de natureza jurídica para **Sociedade Anônima, Sociedade Empresária em Comandita por Ações, Sociedade em Conta de Participação ou Estabelecimento, no Brasil, de Sociedade Estrangeira;**

⁴⁵ 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: 8 jul. 2015.

⁴⁶ BRASIL. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.

(...)
 III - inclusão de sócio pessoa jurídica⁴⁷;

Por fim, a Instrução CVM 400, ao versar ainda sobre a essencial dispensa de registro da oferta pública dos valores mobiliários de emissão da empresa investida, restringe as eventuais captações de recurso a um limite anual de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais), fato este que efetivamente deixa de versar sobre as características da empresa investida anteriores a realização do investimento por via de *equity crowdfunding*, passando a versar sobre o seu desenvolvimento posterior à captação de recursos, frustrando qualquer nova iniciativa de captação via *equity crowdfunding* com dispensa de registro, mesmo que justificada pelo sucesso de sua operação. Veja-se:

“Art. 5º: Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

(...) III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

(...)

§ 4º A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III do caput para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses.

§ 5º A emissora deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a dispensa de registro de que trata o inciso III do caput na forma do Anexo IX.

§ 6º A comunicação de que trata o § 5º deve ser encaminhada por meio da página da CVM na rede mundial de computadores.

§ 7º Qualquer material utilizado pelo ofertante nas ofertas de que trata o inciso III do caput deve:

I - conter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro; e

II - ser escrito em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os leitores para os riscos do investimento.

§ 8º O material mencionado no § 7º deve conter, em destaque:

I - menção de que se trata de material publicitário; e

II - a seguinte frase “A PRESENTE OFERTA FOI DISPENSADA DE REGISTRO PELA CVM. A CVM NÃO GARANTE A VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELO OFERTANTE NEM JULGA A SUA QUALIDADE OU A DOS VALORES MOBILIÁRIOS OFERTADOS”⁴⁸.”

(ii) *Obstáculos à atuação das plataformas online*

Tendo em vista o importante papel desempenhado pelas plataformas *online* no sucesso de qualquer captação de recursos por via de *equity crowdfunding*, e em atenção ao constante imperativo de redução de seus custos, tem-se na presente regulamentação do sistema de distribuição de valores mobiliários obstáculo capaz de representar ameaça à proposta de atuação

⁴⁷ BRASIL. *Lei Complementar n° 123, de 14 de dezembro de 2006*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

⁴⁸ BRASIL. *Instrução CVM n° 400, de 29 de dezembro de 2003*. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 26 out. 2014.

das plataformas *online* que importe apenas na *publicidade* de ofertas de investimentos, visando a aproximação entre empresas tomadoras de recursos e potenciais investidores, uma vez classificada esta atuação como intermediação, definida pela leitura conjunta do inciso IV do art. 3º da Instrução CVM 400 e do art. 15 da Lei 6.385/76:

“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:

(...)

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 mobiliários⁴⁹.”

“Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

V - entidades de mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

I - os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado;

II - a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços⁵⁰.”

(iii) Restrição quanto ao público-alvo da oferta

Por fim, oferece ainda o inciso VII do art. 4º da Instrução CVM 400 hipótese que, enquanto aparente solução aos obstáculos impostos à realização de iniciativas de captação de recursos por via da emissão de valores mobiliários por micro e pequenas empresas com dispensa de registro perante a CVM – e que vem sido efetivamente explorada como tal⁵¹ – na verdade

⁴⁹ BRASIL. *Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003*. Disponível em:

<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 26 out. 2014.

⁵⁰ 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: 8 jul. 2015.

⁵¹ Plataforma *Online* Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/index.php>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

importa em hipótese que foge à definição teórica do *equity crowdfunding* enquanto captação pulverizada de recursos. Trata-se da hipótese da oferta de valores mobiliários ser direcionada exclusivamente a investidores qualificados:

“Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

(...)

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

(...)

§4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

- a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;
 - b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e
 - c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso, e se comprometem a cumprir o disposto no inciso III deste parágrafo.
- c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso⁵².”

Note-se que tal hipótese não se indispõe com a definição de *equity crowdfunding* no que diz respeito à sua racionalidade de redução de custos de obtenção de capital, mas adequa-se melhor à definição de investimento realizados pelos ditos *investidores-anjo*, ou ao contexto do *venture capital*, modalidades de captação de recursos nas quais a pulverização dos recursos a serem investidos não é característica de sua definição teórica. Tais modalidades, enquanto concentrem a captação de recursos perante pequeno número reduzido de potenciais investidores, não contribuem para uma maior disseminação do risco de eventual fracasso da atividade empresarial-fim, inerente às *startups*, contrariando assim toda a racionalidade de pequenos investimentos – e pequena exposição individual de cada investidor potencial ao fracasso da sociedade investida – próprios das modalidades de captação de recursos via *equity crowdfunding*, e que por estas características, logo, não terão seus pormenores explorados por este trabalho.

⁵² BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 26 out. 2014.

4. POSSIBILIDADES DE ADAPTAÇÃO E ADOÇÃO DO *EQUITY CROWDFUNDING* PELO BRASIL

Elencados os obstáculos impostos pela regulamentação positiva em vigor, hoje, no país, à prática de iniciativas de captação de recursos por via de *equity crowdfunding*, conforme definida teoricamente, torna-se necessária a descrição da relevância deste potencial mercado – o mercado de capitais efetivamente voltado ao financiamento das micro e pequenas atividades empresárias que despontam ao redor do país, grande parte (e relevante, para este estudo em específico) em fase pré-operacional – para o desenvolvimento robusto e sustentável da economia brasileira, que valorize iniciativas de modernização de processos, diversificação da matriz econômica e inovação capaz de manter abertas as portas para novas e maiores oportunidades de crescimento, tanto das próprias empresas investidas por via desta modalidade de captação de recursos, quanto da economia nacional como um todo, uma vez expressiva a colaboração das micro e pequenas empresas para a composição do produto interno brasileiro⁵³.

O mercado de capitais brasileiro historicamente desempenhou, como já ressaltado ao longo do presente trabalho, papel residual para o financiamento da atividade empresarial no país, independentemente do setor econômico analisado ou mesmo do porte das empresas consideradas. Fontes de financiamento como o financiamento interno, ou seja, o reinvestimento, pelas sociedades empresárias, dos lucros apurados em determinado exercício da atividade empresarial, e o financiamento obtido perante o mercado financeiro tradicionalmente concebido (é dizer, perante bancos comerciais, mediante taxas de juros elevadíssimas) sempre predominaram – e predominam (BURKOWSKI, PEROBELLI e ZANINI, 2009) – em preferência entre o empresariado nacional em se tratando de obtenção de recursos para a expansão e aprimoramento (tecnológica ou de inovação) de sua atividade econômica ou de seus processos produtivos. Tal inclinação, contudo, não se mostra favorável ao intuito de expansão da atividade empresarial, uma vez que tal financiamento baseado no crédito, intermediado, de curto prazo e de obtenção altamente custosa submete a atividade empresarial no país a ciclos de endividamento a curto prazo que constroem a maturação das iniciativas de efetivo investimento em crescimento (ALMEIDA, 2013).

⁵³ SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. *Empresários querem financiar negócios via crowdfunding*. Disponível em: <<http://economia.terra.com.br/vida-de-empresario/empresarios-querem-financiar-negocios-via-crowdfunding,d7bff2293d245410VgnVCM4000009bcceb0aRCRD.html>>. Acesso em: 8 jul. 2015

Este capítulo procurará demonstrar que, em se tratando dos padrões de financiamento das empresas de maior porte, tal deficiência do cenário de financiamento à atividade empresarial no país encontra-se, desde as reformas institucionais adotadas por corpo de legislação promulgado entre os anos de 1964 e 1976, razoavelmente mitigada (MATTOS FILHO e PRADO, 2012), ressaltando, contudo, que tal mitigação estendeu-se seletivamente a determinado segmento do empresariado nacional, uma vez identificado o que, então, considerava-se entrave para a promoção do maior desenvolvimento do país.

Conforme se concluirá, enquanto não bastante para o virtual desenvolvimento de toda uma nova modalidade de financiamento à atividade empresarial, esforços normativos (conforme adotados pelas referidas reformas legislativas conduzidas entre 1964 e 1976) atribuem maior dinamicidade ao processo simbiótico que se estabelece ente o impulso dos agentes econômicos e normatização, capaz de propiciar soluções a graves entraves macroeconômicos, como, ainda evidente no Brasil, a escassez de fontes de financiamento de longo prazo e a baixos custos disponibilizadas pelo mercado financeiro ao desenvolvimento da micro e pequena atividade empresarial.

4.1 Modalidade de financiamento: fomento à atividade empresária e à inovação

Considerado como criticamente insuficiente no início da década de 1960, o crédito de longo prazo e de baixo custo para o financiamento da grande atividade empresarial no país tornou-se a temática ao redor da qual buscou-se estabelecer um corpo autárquico, legislativo e regulamentar independente e exclusivo ao mercado de capitais no Brasil (MATTOS FILHO e PRADO, 2012).

Tomando como ponto de partida tal deficiência, o governo de então busca, ao seletivamente abrir ao grande empresariado nacional (que era então caracteristicamente de controle predominantemente familiar, pouco expressivo diante da presença, no Brasil, de grandes multinacionais e diante do pervasivo exercício de atividades econômicas pelo Estado por meio de suas gigantes estatais) o mercado de capitais, e em especial o mercado de ações, jogar a grande “carta na manga” que possuía, visando assim desenvolver toda uma nova cultura de financiamento que, por diversas razões, havia permanecido dormente no país, a ser *seletivamente* – bem como artificialmente e, devido até mesmo a tal seletividade, custosamente, defende este trabalho – *direcionado* ao fortalecimento e consolidação de um empresariado privado de grande porte no país. Iniciativas como as criadas pelo estabelecimento de incentivos fiscais ao investimento em ações e alocação de recursos – que antes eram destinados, via

tributação, ao erário nacional – de poupadores aos Fundos 157 evidenciam tal objetivo, bem como a sua seletividade (MATTOS FILHO e PRADO, 2012).

Com precisão, ressaltam Mattos Filho e Prado, conforme identificado por Trubek, Vieira e Sá (1971):

“Diante da identificação da inexistência de oferta de recursos de longo prazo para empresas nacionais, o governo defendeu o fortalecimento do mercado de capitais, em especial o mercado de ações, para suprir esta lacuna. Pretendia-se não só o seu desenvolvimento, mas a democratização das empresas nacionais. Com inspiração no sistema norte-americano, idealizou-se um modelo no qual haveria o financiamento de empresas com a ampla captação de recursos na poupança popular de forma que as empresas contariam com um crescente número de acionistas.⁵⁴”

Tal objetivo duplo (em consolidar uma nova modalidade de financiamento para as empresas de grande porte brasileiras concomitantemente a uma maior diversificação da matriz da poupança popular, que passaria, como idealizada, a destinar-se também ao investimento em participação) além de efetivamente ser malsucedido em emular as características essenciais do mercado de capitais norte-americano (como a determinante necessidade, para que perpetue-se um ciclo de incentivo à formação de uma *classe e de uma cultura de acionistas*, de, concomitantemente aos incentivos à mera destinação, por parte dos indivíduos, de suas poupanças (ou recursos tributáveis, como no caso dos Fundos 157) criarem-se mecanismos capazes de democratizar e tornar transparente os processos de tomada de decisão e a governança interna das grandes empresas investidas), consistiu artificialmente em germen da restrição intencional do mercado de capitais brasileiro ao contexto das empresas de maior porte, privando – ou apenas negligenciando, engano igualmente nocivo – a atividade empresarial de menor porte de potencial prodigiosa fonte de financiamento.

A posterior promulgação das Leis 6.404/76 e 6.385/76 consolidam tal intuito ao longo de seus dispositivos. Enquanto regulamentar a tipo societário que tem sua adoção, por força da Lei Complementar 123/06, necessariamente impossível por micro e pequenas empresas (e em todo caso economicamente inviável às micro e pequenas empresas de qualquer forma, devido às próprias disposições que, conforme estabelece a Lei 6.404/76, voltam-se exclusivamente à atividade empresarial de determinado porte, não sendo tal dedicação, em absoluto, problemática, não pretendendo o presente trabalho defender qualquer intenção de forçosa

⁵⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. *Mercado de Capitais no Brasil. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*. In: LIMA, Maria Lucia L. M. Padua, coordenadora. *Agenda contemporânea: direito e economia: trinta anos de Brasil, tomo 1*. São Paulo: Saraiva, 2012.

universalização de tipos societários que ignore as peculiaridades e estágios de desenvolvimentos das diversas sociedades empresárias) a Lei 6.404/76 “captura”, com sua promulgação, a temática da disponibilização do mercado de capitais como fonte de financiamento à atividade empresarial. Já a Lei 6.385/76, ao conceituar e estabelecer o, já tratado anteriormente pelo presente trabalho, sistema de distribuição de valores mobiliários, solidifica a (quase que absolutamente, salvo as limitadas hipóteses que traria a Instrução CVM 400/03, conforme autorizada pela Lei 10.303/01, que modifica a Lei 6.385/76, quase trinta anos depois) figura da custosa intermediação financeira na colocação de valores mobiliários à oferta pública (novamente, ressalta-se que este trabalho não pretende a uniforme nulificação do regime adotado pelo sistema de distribuição de valores mobiliários, por reconhecer sua importância, mas tão somente a revisão – e, melhor, a clara especificação – de sua amplitude, de forma que o mercado de capitais possa desenvolver-se conforme as características de seus participantes, presentes e potenciais).

Diante deste cenário, verifica-se a possibilidade e as condições de viabilidade do mercado de capitais brasileiro enquanto fonte de financiamento à atividade empresarial, bem como a sua artificial dedicação – ou limitação, aqui sinônimos – no Brasil ao financiamento à atividade empresarial de maior porte.

4.2 Proteção ao investidor e à poupança popular

Enquanto parte (que pretende a prática de investimentos via *equity crowdfunding* tornar cada vez mais expressiva) do mercado de capitais brasileiro, o investimento em participação societária em micro e pequenas empresas enseja que se estenda grau de proteção suficiente ao seu investidor. Enquanto não guarde estrita correlação de causalidade com o desenvolvimento de um determinado segmento do mercado de capitais (MATTOS FILHO e PRADO, 2012), o conjunto normativo positivo – e conforme efetivamente aplicado pela jurisdição – relevante aplicável a este, observa-se dinamicidade entre normatização do mercado e iniciativas de racionalidade econômica dos investidores, servindo a anterior como possível incentivo à tomada de decisão pelo investimento.

A lógica que permeia a regulamentação do mercado de capitais com especial atenção à proteção do investimento é bem colocada por Gorga (2013), dialogando com o referencial estabelecido por Akerlof (1970) quanto à problemática em torno da seleção adversa:

“O problema da regulação está ligado a questões de eficiência econômica, assimetria informacional e externalidades de mercado. A regulação do mercado de valores

mobiliários é justificada na medida em que visa a corrigir a assimetria informacional decorrente da relação agente-principal e a externalidades, de modo a guiar o investidor a tomar decisões que sejam economicamente eficientes. Assim, a regulação é vista por alguns como fator indispensável para o bom funcionamento do mercado. Obviamente que se a regulação não se prestar a corrigir estas falhas, ou se não existem falhas a serem corrigidas, ela poderá ser maléfica, na medida em que resultará em custos desnecessários para as negociações, inibindo, portanto, o desenvolvimento do mercado. Por isso, a análise da adequabilidade de determinada regulação deve se pautar pelas condições existentes no mercado a ser regulado. Existem assimetrias informacionais ou externalidades a serem corrigidas? Existem benefícios privados do controle desproporcionalmente elevados usufruídos por alguns em detrimento de todos os acionistas? Particulares podem, por si mesmos, desenvolver mecanismos eficientes para lidar com as falhas do mercado?⁵⁵

Neste sentido, observa-se que o mercado de capitais viabilizado pela prática de *equity crowdfunding* apresenta suas próprias assimetrias informacionais e externalidades, diversas daquelas apresentadas pelo mercado de capitais voltado à empresas de maior porte, de capital aberto, ou a investidores qualificados.

Falhas informacionais das propostas de negócios atualmente colocadas à captação de investimento via *equity crowdfunding* (deficiência recorrente de boa parte das oportunidades de investimento, que por si apresentam também obstáculo a popularização e a consolidação desta via de captação de recursos) , motivam hoje plataformas – em exercício efetivo do papel de *gatekeeper* da relação jurídica de investimento, em esforço já além daquele teoricamente designado às plataformas *online* enquanto meros veículos de divulgação, disseminação de oportunidades de investimento – a buscarem a maior proteção de seus investidores pulverizados (aqueles que de fato tiveram acesso e efetivamente aportaram recursos no plano de negócios, conforme divulgado, via *equity crowdfunding*) através de iniciativas como a autorização de veiculação, pela plataforma *online*, da divulgação de certo plano de captação de recursos à poupança popular condicionada ao surgimento de investidor individual (seja este um *venture capitalist* ou um investidor-anjo) que encarregue-se tanto de boa parcela do aporte total do esforço de captação, quanto de esforço mais robusto em escrutinar a proposta de investimento, bem como a própria estrutura da sociedade investida, desta forma garantindo não apenas a confiança dos investidores pulverizados, a serem captados via *equity crowdfunding* propriamente dita, mas também maiores chances de sucesso do processo de captação de recursos (atingindo a meta, se imposta) e de futuro desenvolvimento da sociedade investida, de forma a efetivamente maturar o investimento realizado, proporcionando rentabilidade e oportunidades de saída da sociedade investida ao investidor, concluindo-se assim o ciclo ideal proposto do investimento em *equity crowdfunding* (TAUHATA, 2014a).

⁵⁵ GORGA, Érica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

Tais medidas proporcionam, na falta de regulamentação específica ao *equity crowdfunding*, mitigadores à eventual percepção, por parte dos investidores atraídos à oportunidade de por via do *equity crowdfunding*, de fragilidade da proposta, sem contudo importar em solução definitiva à carência de *disclosure* de informações sobre o negócio a ser investido aos detentores de poupança, tanto em quantidade suficiente à tomada de decisão quanto em *qualidade, precisão*. Este último aspecto enfrenta, no contexto das ofertas de investimento via *equity crowdfunding* e à exclusão de possíveis hipóteses de intencional má-fé dos idealizadores da proposta de captação, especial problemática, uma vez que, por via de regra, micro e pequenas empresas investidas não contam (ou não possuem, a princípio, os recursos financeiros necessários para que pudessem contar) com aconselhamento jurídico ou administrativo suficientes para uma estruturação de plano de negócios que aponte e valere de forma precisa os riscos inerentes ao negócio em estado inicial, assolado que é por incertezas (TAUHATA, 2014a).

Contudo, ressalta-se aqui que a regulamentação específica a ser editada pelas autoridades competentes deverá, quando e se editada, evitar incorrer na hipótese destacada por Gorga, na qual a regulamentação excessiva diante de uma mercado que não apresente – ou apresente menores, ou diversas das observáveis no mercado de capitais voltados à empresas de maior porte, com capital aberto, e a investidores qualificados – falhas informacionais e externalidades. Viu-se ao longo deste trabalho que as modalidades de *crowdfunding*, justamente por proporcionarem a pulverização da colaboração ou do investimento em financiamento a propostas entre colaboradores ou investidores de pequenos montantes, indivíduos dispostos a contribuir ou investir, oferecem naturalmente e por definição mitigação de risco individual dos poupadores. Diante deste contexto, bem como diante do fato de ser, como igualmente suscitado ao longo deste trabalho, essencial à racionalidade de redução de custos (custos estes de transação, na celebrada definição oferecida por Ronald Coase (COOTER e ULEN, 2010) que, se observáveis em todo e qualquer mercado, no que importe em negociação entre dois agentes econômicos racionais distintos, devem idealmente ser mantidos o mais reduzidos quanto possível) de disseminação e colocação de ofertas de investimento pelas plataformas *online* aos investidores, deverá qualquer regulamentação específica sobre o mercado de capitais, como viabilizado por incitavas de *equity crowdfunding*, ter o especial cuidado em não incorrer em custos excessivos para os participantes do mercado, iniciativa maléfica que pode eventualmente causar sua inviabilidade.

4.3 Harmonização entre princípios

Os princípios postos acima, defende o presente trabalho, são aparentemente conflitantes, tão somente, ao menos quando aplicáveis ao mercado de capitais como viabilizados pelas iniciativas de *equity crowdfunding*.

Admitindo-se que, inicialmente, pautaram-se governos de outrora em viabilizar e fortalecer o mercado de capitais apenas com o intuito de sanar grave entrave macroeconômico que mostrava-se, então, politicamente relevante à determinação do modelo econômico a ser adotado pelo país, não se pode estabelecer que tal conclusão implicasse, essencialmente, na criação – mesmo que não intencionada – de obstáculos à utilização desta via de financiamento por micro e pequenas empresas *em desigualdade de condições que viabilizaria a igualdade de condições ao acesso*.

A Exposição de Motivos da própria Lei 6.385/76, redigida sob a égide do então Ministro de Estado da Fazenda Mario Henrique Simonsen, revela que o ideário em torno do mercado de capitais brasileiro que pretendia-se formar, enquanto fortemente baseado no princípio de amplo acesso a esta via de financiamento, por reconhecer seu potencial então incipiente, logo se ocupou do favorecimento ao financiamento por via intermediada à atividade empresarial de grande porte:

“O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas.

O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas⁵⁶.”

Evidente, logo, que a racionalidade efetivamente estabelecida por tais leis intencionalmente e unicamente ocupou-se de segmento específico do potencial mercado de capitais brasileiro (aquele intermediado, representado pela realidade das empresas de maior porte e dos investidores qualificados) tornando outro segmento (o mercado de capitais voltado ao financiamento da micro e pequena atividade empresária, idealmente explorado por meio de práticas de *equity crowdfunding*) refém de suas especificidades e impropriamente regrado.

⁵⁶ BRASIL. *Exposição de Motivos n.º 197, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

5. MOMENTO ATUAL DO MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO À MICRO E PEQUENA ATIVIDADE EMPRESARIAL

Os capítulos anteriores do presente trabalho buscaram, em reconhecimento ao valor intrínseco da abertura e consolidação de uma nova modalidade de financiamento à atividade de micro e pequenas empresas – como representada pelo *equity crowdfunding* – demonstrar que obstáculos impostos pelo ordenamento jurídico brasileiro atual à prática do *equity crowdfunding* existem e dificilmente podem ser mitigados pela prática, sem qualquer alteração do conjunto normativo atual.

Este cenário, contudo, não é pacífico, e tem sido, das mais diversas maneiras, desafiado pelos participantes tentativos deste mercado ainda virtualmente inexplorado. A criação da *Equity* – Associação Brasileira das Empresas Administradoras de Plataformas de *Equity Crowdfunding* (Abpec) evidencia o engajamento de seus atuais 12 associados em sugerir à CVM alteração de suas regras – em especial no que diz respeito a atual restrição ao valor das captações de recursos viabilizadas mediante iniciativas de *equity crowdfunding* com dispensa de registro perante a CVM, dos atuais R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais), conforme imposta pela Instrução CVM 400, para cerca de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) (LOPES e PINHEIRO, 2015).

Tal iniciativa, focada em buscar mitigar alguns dos aspectos da atual regulamentação positiva sobre o tema – em vigor desde meados de 2003, defendida pela CVM não apenas como anterior à prática do *equity crowdfunding* no Brasil, mesmo antes do surgimento, no mercado de capitais pátrio, de qualquer iniciativa para sua realização, mas também em geral favorável a esta, mesmo em seus termos atuais, em clara contradição com os obstáculos elencados e descritos pelo presente trabalho – caminhou, a bem da verdade, paralelamente a pretensões maiores, de completo redesenho do marco regulatório aplicável à prática do *equity crowdfunding* no país.

O Projeto de Lei 6.590/2013, de autoria do Deputado Federal Otavio Leite (PSDB-RJ) mostrava-se engajado em criar um marco regulatório próprio à prática do *equity crowdfunding*, essencialmente comunicando-se com a legislação e regulamentação tributária e de mercado de capitais então em vigor, mas conferindo-lhe previsão legal expressa, evitando assim, ao menos, os obstáculos impostos quanto ao porte da empresa investida, sua tipificação societária e quanto à composição de seu capital social (se detido apenas por pessoas físicas, diretamente, ou

também por pessoas jurídicas). Dava, inclusive, ao investimento em micro e pequenas empresas por via de *equity crowdfunding* tratamento tributário favorável, em reconhecimento tanto do papel a ser potencialmente desenvolvido pelas *startups* investidas no desenvolvimento, diversificação e inovação da economia nacional, quanto da fragilidade econômico-financeira enfrentada por estas micro e pequenas empresas nascentes, com pouca capacidade (ou interesse) de alta alavancagem perante o mercado financeiro tradicional.

No mesmo sentido, o Projeto de Lei Complementar 368-A/2013, de mesma autoria, buscou avançar o consenso pela necessidade de abertura oficial do mercado de capitais brasileiro às micro e pequenas empresas (ensejando, neste processo, a atuação regulatória da própria CVM):

“O Congresso Nacional decreta:

Art. 1.o - As pequenas e microempresas poderão recorrer ao Mercado de Capitais para a obtenção de recursos financeiros para o desenvolvimento e/ou expansão de suas atividades, dentro das normas e regulamentos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, incluindo, porém não limitado à captação de recursos através de plataformas de serviços na rede mundial de computadores - Internet⁵⁷.”

Tais projetos de lei encontram-se, no entanto, arquivados, com fundamento no artigo 105, *caput*, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados⁵⁸, encerrando assim ao menos esta

⁵⁷ BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei Complementar 368-A/2013. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/1224154.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

⁵⁸ BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei 6.590, de 16 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=597101>>. Acesso em: 8 jul. 2015. “Estabelece diretrizes para a atuação de empresas em investimento coletivo (*crowdfunding*), organizadas em sítio próprio na rede mundial dos computadores - internet, e dá outras providências.

O Congresso Nacional decreta:

PROJETO DE LEI No _____, DE 2013 (Do Sr. Otavio Leite)

Art. 1.o - Esta Lei dispõe sobre o funcionamento de empresas de organização de investimento coletivo (*crowdfunding*), com portal específico na rede mundial de computadores, seja na modalidade de alavancagem de empreendimentos para fins lucrativos, seja na modalidade de empreendimentos com fins sociais, e dá outras providências.

Art. 2.o - As empresas de organização de investimento coletivo, que venham a atuar na modalidade de alavancagem de empreendimentos para fins lucrativos, são aquelas que promovem ponto de encontro virtual, em sítio próprio na internet, no qual empreendedores apresentam seus planos ou projetos de negócios em busca de adesão pecuniária, bem como oferecem concomitantemente a investidores, pessoas físicas ou pessoas jurídicas, a oportunidade de conhecer tais planos ou projetos para tomada de decisão quanto a aporte de capital, com fins lucrativos.

(...)

Art. 4.o - O contribuinte que adquirir cota de planos ou projetos disponibilizados conforme o art. 2.o desta Lei fará jus a deduzir no seu imposto de renda, pessoa física ou pessoa jurídica, o equivalente a 10% do montante por ele investido, bem como, ainda, quando da realização de lucro, nesse caso poderá deduzir no seu respectivo imposto de renda 50% do lucro líquido por ele auferido.

(...)

Art. 6.o - As empresas de organização de investimento coletivo, tanto em empreendimentos para fins lucrativos quanto aqueles com fins sociais, informarão para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) todos os detalhes pertinentes de cada projeto apresentado, além de todos os dados pertinentes ao seu domínio na internet, nos termos da regulamentação estabelecida por esta Lei.

oportunidade de conferir ao investimento via *equity crowdfunding* definição legal mais precisa, que pudesse encorajar, “*apontar o caminho*” aos potenciais participantes deste mercado.

Diante, contudo, da iniciativa persistente dos potenciais participantes deste mercado, informalmente liderados pela atuação das duas principais plataformas *online* que atualmente disponibilizam em suas páginas na rede mundial de computadores oportunidade de investimento via *crowdfunding* em sua modalidade *equity* (nominalmente a Broota⁵⁹, que adota por instrumento jurídico para a viabilização do investimento via *equity crowdfunding* a emissão de notas conversíveis de emissão da sociedade limitada investida, e a EuSócio⁶⁰, que adota, por sua vez, o instrumental jurídico representado pelo contrato de opção) que disfrutaram de posição privilegiada para a coordenação e consolidação de interesses dos diversos participantes enquanto pontos virtuais de encontro entre ofertas de investimento e investidores potenciais dispostos a incorrerem nos riscos próprios ao investimento pulverizado em *startups*, tendo tal modelo de atuação já ensejado um total de 21 pedidos de condução de captações de recursos via *equity crowdfunding*, com dispensa de registro, por empresas perante a CVM, encontra-se também a própria CVM engajada em consultas ao público geral, e no contato direto com os potenciais participantes, com o intuito de eventualmente regulamentar, de maneira exclusiva, específica, o mercado de *equity crowdfunding*.

O cronograma adotado internamente sugere, segundo o Gerente de Aperfeiçoamento de Normas da CVM Antônio Carlos Berwanger, que, já no início de 2016, a autarquia terá editado regulamentação própria neste sentido, idealmente apartando – ou melhor evidenciando a correlação entre, esforço este que tal trabalho procura desenvolver – a prática do *equity crowdfunding* da articulação das regras gerais atualmente em vigor sobre a temática de oferta pública de valores mobiliários, intermediação financeira e captação de recursos perante o mercado de capitais⁶¹.

Tal esforço coloca-se perante o mercado de *equity crowdfunding* no Brasil em um momento em que o mercado mundial desta prática chega a atingir, segundo estudo da

Art. 7o - Todas e quaisquer responsabilidades imputáveis à qualidade dos planos ou projetos que venham a ser alavancados por intermédio de empresas de organização de investimento coletivo, assim como execução dos mesmos pós captação de recursos de investidores, serão unicamente dos respectivos empreendedores ou idealizadores de tais planos ou projetos.

Art. 8o - As empresas de investimento coletivo disponibilização plena informação sobre o conteúdo, finalidade e plano de negócios de cada proposta apresentada em seu respectivo portal da rede mundial de computadores.

⁵⁹ Plataforma *Online* Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/index.php>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁶⁰ Plataforma *Online* EuSócio. Disponível em: <<http://www.eusocio.com.br/>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

⁶¹ TAUHATA, Sérgio. A força da multidão. Revista Valor Econômico, Pág. D1, 7 de agosto de 2014a.

universidade da Califórnia, Berkeley, movimentação de, aproximadamente, US\$ 1.600.000.000,00 (um bilhão e seiscentos milhões de dólares norte-americanos), sendo que apresenta nos próximos anos (especificamente, até 2025) potencial de crescimento de forma que atinja, até lá, a casa dos USD 96.000.000.000,00 (noventa e seis bilhões de dólares norte-americanos), segundo levantamento elaborado por consultoria especializada patrocinada pelo Banco Mundial. Este cenário futuro, não importando apenas por seu vertiginoso crescimento, representará também, segundo projeções análogas, a superação do modelo de captação de financiamento para micro e pequenas empresas ao redor do mundo por iniciativas tradicionais de *venture capital* pelo modelo de captação via *equity crowdfunding* (TAUHATA, 2014a).

É diante desta realidade econômica que a regulamentação brasileira sobre o tema – a presente, se inalterada por inação das diversas autoridades responsáveis pela regulamentação do mercado de capitais no país, ou a futura, se atendida a recomendação geral conforme esboçada por este trabalho e as demandas dos participantes potenciais do mercado de *equity crowdfunding* – deverá partir, superando qualquer inclinação que possua à exclusiva dedicação à regulamentação e fiscalização das empresas de maior porte e capital aberto e à realidade dos investidores institucionais e qualificados, que ainda concentram ao redor de seu contexto os esforços mais sofisticados de regulamentação e fiscalização do mercado de capitais.

6. CONCLUSÕES

Antes de propor conclusões tentativas, o presente trabalho destaca ser a temática do enquadramento jurídico das práticas de captação de recursos por via do *equity crowdfunding* às formas consolidadas pelo presente ordenamento jurídico brasileiro ainda deveras nova, sendo que novas contribuições surgirão – e é vital que surjam – para que qualquer futura evolução da temática (mais provável no âmbito regulatório do que nas formas adotadas teoricamente pelo investimento que, conforme demonstrado ao longo deste trabalho, obedecem a imperativos de racionalidade econômica que necessariamente impor-se-ão à toda e qualquer tentativa de prática de investimento via *equity crowdfunding*, sendo que ignorá-los implicaria tão somente na frustração deste mercado) não tenha seus fenômenos relegados apenas à leitura que lhes dispensa os atores econômicos envolvidos com o mercado de *equity crowdfunding*, mas que também possa ser avaliada pela comunidade jurídica, de modo que não se criem, tanto em relação ao ordenamento jurídico brasileiro, quanto em relação a qualquer modificação a este ensejada pela consolidação de normas aplicáveis ao *equity crowdfunding*, leituras e

interpretações imprecisas da regulamentação deste mercado por agentes estranhos às normas e princípios que regem a organização do mercado de capitais brasileiro.

Importante ressaltar que a prática do *equity crowdfunding* possui o respaldo da CVM, enquanto autarquia comprometida como o viés de promoção do desenvolvimento do mercado de capitais (MATTOS FILHO e PRADO, 2012) e incumbida da regulamentação e fiscalização do mercado de capitais no país como um todo, e não apenas das empresas que já apresentam grande porte e possuem capital aberto. Tal respaldo resta, apenas, carente de efetiva contribuição da autarquia em atentar aos desenvolvimentos recentes deste mercado e regulamentar a prática do *equity crowdfunding* em termos favoráveis a todos os seus participantes, sejam estes os investidores (que merecem proteção a seus esforços de poupança e já contam, nesta modalidade de investimento, com a natural proteção proporcionada pelo *ticket* de pequeno valor por iniciativa individual de investimento e pela própria multiplicidade de oportunidades de investimento ofertadas, promissoras ou não à critério do investidor suficientemente informado), sociedades investidas (carentes de fontes de captação de recursos para investimento em sua atividade produtiva em um contexto econômico dominado pela intermediação do mercado financeiro tradicional e pelo seu histórico de prática de juros bancários proibitivos (LOPES e PINHEIRO, 2015)) ou mesmo as plataformas *online* (que, conforme procurou-se estabelecer ao longo deste trabalho, mostram-se como peças fundamentais à disseminação das oportunidades de investimento e seu apelo à poupança popular a um custo suficientemente baixo, sem o qual a própria estrutura de captação por via do *equity crowdfunding*, conforme teoricamente definida e defendida por este trabalho, mostrar-se-ia inviável em absoluto).

A título de exemplo, especialmente em relação ao atual conjunto normativo imposto à atuação das plataformas *online*, torna-se imperativo que estas encontrem-se expressa e inequivocamente previstas entre as hipóteses (já criadas pela legislação pátria de mercado de capitais, corroborando, ao menos neste aspecto, a posição recorrentemente defendida de que muitos dos elementos jurídicos necessários à condução de iniciativas de captação de recursos para financiamento da atividade empresária já seriam positivos no ordenamento jurídico brasileiro antes mesmo do surgimento de quaisquer hipóteses de alinhamento de interesses econômicos que pudessem motivar tais captações) previstas pelo parágrafo 3º, inciso III do art. 2º da Lei 6385/76, nas quais a CVM, enquanto autarquia encarregada do efetivo esforço de fiscalização da atenção, por parte dos participantes, às normas e princípios inerentes ao mercado de capitais, pode dispensar, na distribuição pública de valores mobiliários, a exigência de

habilitação e autorização destas plataformas *online* enquanto sociedades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Apenas uma das que derivam do esforço realizado por este trabalho, esta recomendação soma-se a demais elementos que evidenciam o desconcertante silêncio das autoridades legitimadas à regulamentação do mercado de capitais – seja o próprio Parlamento, por meio da reforma de suas leis ordinárias e complementares atualmente em vigor, seja a CVM, em vias de regulação própria, por meio da edição de instruções normativas ou mesmo pareceres de orientação que tratem dos obstáculos oponíveis a atual prática de iniciativas de *equity crowdfunding* conforme a regulamentação vigente – que por si enseja, como já destacado, iniciativas dos próprios participantes do mercado em consolidar suas posições e alinhar seus interesses diante da resultante incerteza jurídica, nem sempre resultando em arranjos economicamente racionais para que se justifiquem iniciativas de captação.

Diante do presente contexto internacional – no qual o ansiado *Title IV* do *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, suplementar a seu anterior (e mais restritivo, se tomado isoladamente) *Title II*, efetivamente entra em vigor por determinação da SEC, permitindo assim que práticas de captação de poupança popular com o intuito de proporcionar financiamento à baixos custos a micro e pequenas empresas, *startups* norte-americanas, possam ser conduzidas em modalidade que, pode defender-se, em muito se aproxima de qualquer definição teórica ideal de *equity crowdfunding*, ou financiamento *legitimamente coletivo*, não mais restrito a investidores qualificados, conforme definidos pela regulamentação do mercado de capitais norte-americano, que aportem, a cada tomada de decisão pelo investimento, grandes quantias (BARNETT, 2015), e no qual países da União Europeia (com especial destaque à Itália) passam a adequar juridicamente seus mercados de capitais para a acomodação do fenômeno do *equity crowdfunding* enquanto extensão natural dos esforços de abertura do mercado de capitais a maiores segmentos econômicos (BUYSERE *et al.*, 2012) – o Brasil mostra-se naturalmente propício ao desenvolvimento desta prática de investimento, uma vez que boa parcela de seu produto interno, como já ressaltado, resulta da atividade de suas micro e pequenas empresas (TAUHATA, 2014a).

A literatura analisada durante o esforço de elaboração deste trabalho, bem como as experiências de iniciativas de condução de captações de investimentos via *equity crowdfunding*

e de estruturação de plataformas *online*⁶², conforme testemunhadas por seu autor, senão corroboram a sua impressão de que, alinhados os interesses dos seus participantes, sanados os obstáculos que procurou-se aqui elencar e adotadas, mesmo que algumas, das recomendações aqui contidas, no Brasil, o *equity crowdfunding* terá futuro promissor.

⁶² Revista IstoÉ Dinheiro *Online*. *Quer ser sócio do futuro Facebook?* 9 de agosto de 2013. Disponível em: <<http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/financas/20130809/quer-ser-socio-futuro-facebook/4977.shtml>>. Acesso em: 31 mai. 2014.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. *The market for “lemons”: quality, uncertainty and the market mechanism*. Quarterly Journal of Economics, v.84, n. 3. August, 1970.

ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes de *et. al. Padrões de Financiamento das Empresas: a Experiência Brasileira*. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FILHO, Edison Benedito da Silva (Org.). *Financiamento das Corporações - Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro - n° 3*. Brasília: IPEA, 2013.

BARNETT, Chance. *SEC Democratizes Equity Crowdfunding With JOBS Act Title IV*. Revista Forbes Online. 26 de março de 2015. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/03/26/infographic-sec-democratizes-equity-crowdfunding-with-jobs-act-title-iv/>>. Acesso em 8 jul. 2015.

BM&FBOVESPA *et. al. Grupo de Trabalho: Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações. Diagnóstico do grupo de trabalho. Experiências internacionais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Diagnostico-portugues.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.

BRASIL. *Câmara dos Deputados. Projeto de Lei 6.590, de 16 de outubro de 2013*. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=597101>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

_____. *Câmara dos Deputados. Projeto de Lei Complementar 368-A/2013*. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/1224154.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

_____. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

_____. *Exposição de Motivos n.º 197, de 24 de junho de 1976*. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM197-Lei6385.pdf>>.
Acesso em: 8 jul. 2015.

_____. *Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003*. Disponível em:
<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst400consolid.doc>. Acesso em: 26 out.
2014.

_____. *Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em: 26 out.
2014.

_____. *Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 8 jul. 2015.

_____. *Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 8 jul. 2015.

_____. *Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002, “Código Civil”*. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 26 out. 2014

_____. *Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006*. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

BROERING, Laurent Wiliam. *Nextblue. Plano de Negócios*. 2014. Dissertação (Graduação) –
Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo,
2014.

BURKOWSKI Érika; PEROBELLI Fernanda Finotti; ZANINI Alexandre. *A identificação de
preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas*. RAE-
Revista de Administração de Empresas, v. 8, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2009. Disponível em:
<[http://rae.fgv.br/rae-eletronica/vol8-num1-2009/identificacao-preferencias-atributos
relacionados-estrutura-capital-em](http://rae.fgv.br/rae-eletronica/vol8-num1-2009/identificacao-preferencias-atributos
relacionados-estrutura-capital-em)>. Acesso em: 26 out. 2014.

BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., MAROM, D. *A Framework for European Crowdfunding*. 1st ed., 2012. Disponível em: <<http://www.crowdfundingframework.eu/>>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM. Processo nº RJ 2008/6527 - Audiência Pública nº 01/2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/Relat%C3%B3rio%20de%20Audi%C3%Aancia%20P%C3%ABlica%20-%20Instru%C3%A7%C3%A3o%20482.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2014.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. *Direito e Economia - 5ª Ed.* São Paulo: Saraiva, 2010

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. *Capital markets: institutions and instruments*. 4th edition. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2009.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 18ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

GERBER, Elizabeth. HUI, Julie. *Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation*. USA: Northwestern University, 2014.

GORGA, Érica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

HESSEL, Camila. *Como o Equity Crowdfunding tem aproximado investidores de startups*. Revista *Época Negócios*, Novembro de 2014. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2015/02/como-o-equity-crowdfunding-tem-aproximado-investidores-de-startups.html>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

JUETTEN, Mary. *JOBS Act And Crowdfunding: Will They Finally '#ReleaseTheRules'?* Revista *Forbes Online*, 21 de agosto de 2014. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/maryjuetten/2014/08/21/jobs-act-and-crowdfunding-will-they-finally-releasetherules/>>. Acesso em: 25 out. 2014.

KAUFMAN, Zachary D. KASSINGER, Theodore W. TRAEGER, Heather L. Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding. Bloomberg BNA Securities Regulation & Law Report, Volume 45, Número 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2211698>>. Acesso em 27 jun. 2015.

LOPES, Fabiana. PNHEIRO, Vinícius. CVM vai regular financiamento coletivo. Revista Valor Econômico, Julho de 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4121930/cvm-vai-regular-financiamento-coletivo>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

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*. 1ª Edição. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. *Mercado de Capitais no Brasil. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*. In: LIMA, Maria Lucia L. M. Padua, coordenadora. *Agenda contemporânea: direito e economia: trinta anos de Brasil, tomo 1*. São Paulo: Saraiva, 2012.

MENEZES, Rodrigo. ROSOLEN, Marcela. *Equity crowdfunding: muito se discute, pouco se conclui*. Revista Capital Aberto, Edição 132, Agosto de 2014. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/boletins/vc-e-empendedorismo-boletins/equity-crowdfunding-muito-se-discute-pouco-se-conclui/#.VGnCpTTF_Tp>. Acesso em: 25 out. 2014.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 1958.

MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. *Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa*. 2014. Dissertação (Mestrado) – Fundação Getulio Vargas,

Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

MORAIS, José Mauro de. *Programas especiais de crédito para micro, pequenas e médias empresas: BNDES, PROGER e fundos constitucionais de financiamento*. In: NEGRI, João Alberto de; KUBOTA Luis Claudio (Ed.). *Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica*. Brasília: IPEA, 2008.

MOULES, Jonathan. Crowdfunders and peer-to-peer lenders draw lines in the sand. *Revista Financial Times*. November 28, 2013. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/2d8a393a-5752-11e3-9624-00144feabdc0.html#axzz3fyWdmkGL>>. Acesso em 8 jul. 2015.

ORDANINI, A. *Crowdfunding: customers as investors*. *The Wall Street Journal*, March 23, 2009. Disponível em: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB123740509983775099>>. Acesso em 25 out. 2014.

PERRONI, Diogo. RAMOS, Pedro Henrique. Mesmo com esforços, há barreiras para *equity crowdfunding*. *Revista Consultor Jurídico Online*, 9 de abril de 2014. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2014-abr-09/mesmo-esforcos-cvm-brasil-barreiras-equity-crowdfunding>>. Acesso em: 25 out. 2014.

SCHREIBER, Mariana. *PF investiga FairPlace, site de empréstimos entre pessoas*. *Jornal Folha de São Paulo*. 15 de janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/861031-pf-investiga-fairplace-site-de-emprestimos-entre-pessoas.shtml>>. Acesso em: 8 jul. 2015.

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. *Empresários querem financiar negócios via crowdfunding*. Disponível em: <<http://economia.terra.com.br/vida-de-empresario/empresarios-querem-financiar-negocios-via-crowdfunding,d7bff2293d245410VgnVCM4000009bcceb0aRCRD.html>>. Acesso em: 8 jul. 2015

SOTTO, Debora. *Tributação da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SPINELLI, Luís Felipe. SCALZILLI, João Pedro. CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. TELLECHEA, Rodrigo. Contrato de investimento coletivo como modalidade de sociedade em conta de participação. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 16, n. 61, jul./set. 2013. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

TAUHATA, Sérgio. *A força da multidão*. Revista Valor Econômico, Pág. D1, 7 de agosto de 2014a.

_____. *Investimento coletivo em startups tem respaldo da CVM*. Revista Valor Econômico, Pág. D2, 7 de agosto de 2014b.

TRUBEK, David M. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. SÁ, Paulo Fernandes de O. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APC, 1971.