

# REGULANDO A INOVAÇÃO: O CROWDFUNDING E O EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO

Regulating innovation: crowdfunding and brazilian entrepreneurship  
Revista de Direito Empresarial | vol. 15/2016 | p. 69 - 107 | Mai - Jun / 2016  
DTR\2016\17346

## Guilherme Perez Potenza

LL.M. em Direito Societário pelo Insper. LL.M. em Corporate Governance and Practice pela Stanford Law School. Advogado em São Paulo, atuando nas áreas societária, M&A e de Mercado de Capitais. guilherme.potenza@veirano.com.br

## Alexandre Edde Diniz de Oliveira

Bacharelado em Direito pela USP. alexandredinizdeoliveira@gmail.com

### Área do Direito: Comercial/Empresarial

**Resumo:** Este artigo busca analisar a evolução e as principais características do movimento do crowdfunding, e a sua aplicabilidade nos financiamentos de empresas emergentes e de capital de risco. Para tanto, estuda as razões por trás do déficit histórico de financiamento que pequenas empresas enfrentam nos seus estágios iniciais de financiamento, e descreve como os diferentes tipos de crowdfunding podem ser úteis em mitigar os danos dali advindos. Este artigo procura ainda avaliar a regulação atual do equity crowdfunding no Brasil, e como o mercado deste mecanismo tem se desenvolvido nos últimos anos, incluindo tendências inovadoras na sua utilização. Finalmente, o artigo resume os recentes impactos do Jobs Act e do Regulation Crowdfunding nos Estados Unidos da América, e conclui avaliando em que medida as críticas realizadas a essas normas podem servir como valiosas lições para o regulador brasileiro em sua missão de estimular o empreendedorismo num Brasil imerso em crise.

**Palavras-chave:** Financiamento - Coletivo - Capital - Risco - Empreendedorismo.

**Abstract:** This paper aims at analyzing the development and main features of the crowdfunding movement, and its uses in the financing of emerging venture capital firms. To accomplish this, it reviews the reasons behind the historical deficit in financing usually faced by small companies in their early stages of financing, and describes how different types of crowdfunding can be rendered useful to alleviate the harm caused therefrom. The paper additionally seeks to assess current Brazilian regulation of equity crowdfunding, and how the Brazilian market for this device has been shaped in recent years, including recent noteworthy trends in its use. Finally, the paper reviews the recent impact of the Jobs Act and Regulation Crowdfunding in the United States of America, and concludes by measuring to which extent the criticism thereto can serve as valuable lessons for the Brazilian regulator's mission to foster entrepreneurship in a crisis-ridden Brazil.

**Keywords:** Crowdfunding - Financing - Venture - Capital - Entrepreneurship.

### Sumário:

1Introdução: as origens do crowdfunding - 2Democratizando os investimentos: o modelo do crowdfunding - 3Regulação do equity crowdfunding no Brasil - 4A experiência americana com o equity crowdfunding - 5Conclusão - 6Bibliografia

## 1 Introdução: as origens do crowdfunding

O mercado de *venture capital* contemporâneo é caracterizado por uma variedade de meios para a captação de recursos por empreendedores ambiciosos e com projetos rentáveis, seja no mundo (GOMPERS, LERNER, 2014) ou no Brasil (AMEDOMAR, 2015). A revolução propiciada nos últimos anos pelo direito dos investimentos em empreendedorismo, capitaneada pelos investimentos de *venture capital*, dá a empreendedores cada vez mais fontes de recursos, e, empiricamente, teve um impacto positivo na produção de inovações tecnológicas por empresas emergentes.

Esse impacto é principalmente bem-vindo diante da dificuldade que pequenas empresas emergentes enfrentam em captar financiamento para o desenvolvimento de suas atividades (CAMPBELL, 2014. p. 817-818). Primeiro, empresas menores enfrentam custos de transação relativamente muito maiores do que aqueles incorridos em captações por grandes empresas. Segundo, a intermediação financeira não é, via de regra, acessível a empresas menores nessas captações, em função de um desinteresse generalizado dos bancos em transações de baixo valor. Na medida em que o direito não consiga acompanhar ou se adequar a essa realidade, os obstáculos enfrentados por empresas pequenas nessa

fase de sua existência exacerbam os problemas econômicos e estruturais que as *startups* enfrentam, em meio a um regime regulatório que ignora a importância dessa classe empresária na formação da economia moderna (CAMPBELL, 2014. p. 815-816 e 825). SCHWARTZ (2013. p. 1468-1470), por exemplo, mostra como as mais de 1,2 mil horas que são geralmente necessárias para que uma empresa realize uma oferta pública inicial nos EUA representam um obstáculo incomensurável para o ingresso ao mercado de capitais por empresas emergentes.

O paradigma começa a ser quebrado na medida em que empreendedores - detentores de empresas emergentes, fechadas, e de pouco profissionalismo - começam a usar a internet para captar recursos (KITCH, 2014. p. 889-891). Evita-se recorrer a investidores corporativos ou institucionais, cuja aversão ao risco e propensão ao intervencionismo na condução dos negócios da empresa tendem a afastá-los consideravelmente do mundo do *venture capital*. Nasce, assim, as aceleradoras e os investidores-anjo, que trocam as atividades de fomento e mentoria por participações iniciais no empreendimento, e, ao contrário dos investidores corporativos ou institucionais, intervêm na empresa não por meio de uma influência significativa nos negócios, mas sim pela agregação de seu conhecimento e experiência nas pessoas que os gerem.

Mas os investidores-anjo, que são limitados tanto em tempo quanto em recursos, e as aceleradoras, cujo desenvolvimento em países emergentes só se deu recentemente, podem não ser acessíveis a todos os empreendedores, simplesmente porque a taxa de natalidade de empresas inovadoras de tecnologia é muito superior à taxa de capacitação daqueles que as tutelam. A título exemplificativo, a United States Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado de capitais americano (SEC, 2015), mostra como, em 2014, fundos de *venture capital* e investidores-anjo investiram aproximadamente US\$74 bilhões em um pouco mais de 77 mil *startups* nos EUA - o que, apesar de impressionante, não chega perto das 5 milhões de empresas emergentes registradas nos EUA que potencialmente poderiam receber esses investimentos. A SEC constata, também, que fundos de *venture capital* e investidores-anjo geralmente não têm interesse em investir em empresas incipientes com poucas chances de retorno efetivo, salvo se há uma conexão pessoal entre investidor e empreendedor.

O que os empreendedores buscam nesse cenário seria algo comparável à máquina de financiamento que é o mercado de capitais para as grandes e desenvolvidas empresas. Algo que pudesse conectar empreendedores e poupadores, sem os custos de transação e a perda de controle social pelos empreendedores associados com uma abertura de capital. A realidade, conforme explicada e resumida por Bradford (2012. p. 100-104), é que a ausência de alternativas hábeis de financiamento produz externalidades negativas que transcendem o patrimônio do investidor. Na prática, empregos deixam de ser criados e oportunidades de inovação deixam de ser concretizadas diariamente, porque empreendedores têm dificuldade de se comunicar com aqueles participantes do lado da oferta do dinheiro que efetivamente desejam contribuir ao desenvolvimento de suas ideias.

O *crowdfunding*, portanto, é mais um fenômeno financeiro que surge a partir dos anseios e da inovação dos próprios agentes econômicos. É uma forma de investimento disruptivo, no sentido de que quebra com as regras tradicionais de financiamento de empresas, e especialmente com o formalismo e tecnicismo associado às ofertas públicas de participações. E não é surpreendente que o seu nascimento encontre tanta resistência tanto por investidores institucionais quanto pelos reguladores (que são sempre bastante cautelosos com novas formas de acesso à poupança pública). Parece haver um conflito entre a cultura tradicional do mercado de capitais e o efeito transformador da internet, em que aqueles agem para coibir a competição em ofertas públicas por veículos de distribuição desregulados, que conseguiriam propiciar a agentes inovadores acesso a financiamento a custos de transações mais baixos (KITCH, 2014. p. 893-894). Na medida em que o *venture capital* tenha surgido para financiar ideias emergentes e disruptivas, no sentido de abalar e oferecer alternativas inovadoras a mercados estabelecidos, muitos têm notado o paradoxo que é o surgimento do *crowdfunding* como uma fonte disruptiva de financiamento ao próprio *venture capital* tradicional (TOM, 2016). Esse debate também encontra respaldo entre os defensores de um mercado de capitais livre de intrusões regulatórias, e os defensores da atuação ativista e pioneira do regulador: um debate que tende a perder de vista o principal objetivo de qualquer mercado de capitais, que é o acesso amplo e democrático ao financiamento público (CAMPBELL, 2014. p. 832-833). A inconstância quanto a essa discussão só serve para desestabilizar as opções de financiamento do empreendedor.

Compartilhamos a visão de BRADFORD (2012. p. 104), ao ressaltar que o *crowdfunding* jamais será a "panaceia" para se resolver o déficit de financiamento entre a classe empreendedora. O problema, especialmente no contexto brasileiro, é histórico e, ao que parece, não será resolvido sem uma profunda reforma estrutural nas premissas que embasam os seus mercados financeiros e de capitais. Não obstante, este texto busca expor criticamente em que medida os diferentes tipos de *crowdfunding* são hábeis a mitigar os desafios impostos pela conjuntura econômica e concorrencial atual. Em relação ao *equity crowdfunding*, analisamos os méritos e inconsistências da legislação atual brasileira sobre o tema, e quais foram as questões enfrentadas pelos Estados Unidos da América (EUA) durante sua

regulamentação nos últimos anos. Finalmente, propomos um modelo de postura que poderia ser adotado pelo regulador em breve, para que o *equity crowdfunding* possa atingir seu verdadeiro potencial entre a classe empreendedora brasileira e fomentar a economia e inovação nacional.

## **2 Democratizando os investimentos: o modelo do crowdfunding**

### **2.1 As interações entre crowdfunders e empreendedores**

O *crowdfunding* é uma forma de captação de recursos que utiliza a força e a mobilização das massas (a *crowd*), baseado em campanhas intensas e direcionadas de marketing do produto em desenvolvimento pelo empreendedor. As massas são alcançadas principalmente pela internet, fruto do que pode ser descrita como a maior transformação nos meios de comunicação na era moderna: a habilidade de comunicação instantânea de um empreendedor com milhões de potenciais investidores (os *crowdfunders*), e a conseqüente redução dos custos de entrada nos mercados de tecnologia (EPSTEIN, 2015. p. 35). E, como o público-alvo da campanha frequentemente não tem as mesmas ambições estritamente financeiras dos investidores institucionais (que geralmente se concentram nas grandes ofertas públicas dos mercados de capitais), há margem para o desenvolvimento de espécies de *crowdfunding* que sequer apresentam uma possibilidade de ganho pecuniário aos investidores, como ocorre nas hipóteses de *donation-based crowdfunding* e *reward-based crowdfunding*.

O *crowdfunding* parte do conceito mais amplo de *crowdsourcing*. Neste, o empreendedor busca, além de captações de cunho financeiro, qualquer esforço prático ou intelectual que beneficie a sua invocação. Em outros termos, o empreendedor busca "terceirizar" a realização de uma atividade da empresa a terceiros, que pode incluir, por exemplo, o uso do conhecimento, das habilidades de promoção, ou até da mão de obra dos investidores na promoção do empreendedor. De forma correlata, os ganhos daqueles podem ser intangíveis, ou representar simplesmente uma gratificação social, moral ou individual que o empreendedor explora em prol de seu empreendimento (EPSTEIN, 2015, p. 37-39). Dá-se como exemplo o *Wikipedia*, que, além das doações de seus visitantes, sustenta-se com a sua contribuição intelectual em suas páginas, ou o *Linux*, sistema operacional *open-source*, desenvolvido quase que inteiramente a partir das várias contribuições e modificações de seus usuários (BRADFORD, 2012. p. 27-29).

O grande mérito do *crowdfunding* foi tornar mais democrático o acesso de investidores a oportunidades de investimento em empresas nascentes, antes adstritas a intermediários institucionais financeiros, ou administradores de carteiras próprias. BELLEFLAMME et al. (2014, p. 588-589), por exemplo, analisam projetos de *reward-based crowdfunding* e demonstram empiricamente como os empreendimentos mais bem-sucedidos são aqueles que ensejam "benefícios comunitários" especiais aos investidores, e que criam interações sociais que conectem as forças de massas com as ideias dos empreendedores, resultando na proliferação de projetos socialmente desejáveis e com externalidades positivas comunitárias marcantes. Adotada essa premissa, a principal preocupação do empreendedor passa a ser de construir um bioma apto a estimular a participação da comunidade na promoção de seu produto, criando benefícios não pecuniários aptos a tornar sua campanha mais rentável do que captações pelos meios tradicionais de financiamento *venture capital* - inclusive por meio da participação dos *crowdfunders* no próprio processo de desenvolvimento do produto (BELLEFLAMME et al., 2014. p. 601-603). Ou seja, a democratização do acesso ao capital beneficia tanto o empreendedor, ao criar uma nova via de financiamento heterodoxa, quanto o investidor, que, com seu novo poder de influência sobre empreendedores, estimula o desenvolvimento de empreendimentos socialmente benéficos que teriam pouca chance de nascer ou sobreviver sem o *crowdfunding*.

Em contrapartida à oportunidade de ganho no *crowdfunding* vem, invariavelmente, o risco, que, nos casos de empresas nascentes ou emergentes, é bastante alto. E esse é um fator importante que deve ser levado em consideração pelos *crowdfunders*. A SEC (2015), por exemplo, elenca dados que mostram como até mesmo empresas emergentes que recebem investimentos de investidores institucionais acabam sobrevivendo em somente 30% a 60% dos casos. Como qualquer investimento de *venture capital*, a estratégia para se ter êxito nos retornos de investimentos de alto risco é diversificar o portfólio em um grande número de empreendimentos, apostando que os ganhos de um compensarão as perdas nos demais. A seguir, analisaremos a aplicabilidade desse conceito em relação aos diferentes tipos de *crowdfunding*.

### **2.2 Os diferentes tipos de crowdfunding**

#### **2.2.1 O donation-based crowdfunding (financiamento coletivo por doações)**

O *donation-based crowdfunding* tem como principal característica a ausência de distribuição (ou retribuição) de benefícios particulares pelo empreendedor aos *crowdfunders*, ainda que os motivos por trás da captação não precisem ser exclusivamente filantrópicos (BRADFORD, 2012. p. 15-16).

Em que pesem os maiores utilizadores desse mecanismo serem organizações não governamentais ou outras entidades sem fins lucrativos (ou até campanhas políticas, como ocorreu na campanha de Barack Obama para a presidência americana em 2008), o investidor pode também se tornar adepto da

campanha quando a consecução da ideia do empreendedor pode lhe trazer benefícios comunitários ou ganhos financeiros indiretos - como quando, por exemplo, o êxito do empreendedor o transforma em consumidor do investidor (BELLEFLAMME et al., 2014. p. 587). Ou seja, esse modelo supera a concepção tradicional de que doações só são realizadas por motivos altruístas. Mesmo assim, poucos são os portais que abrem espaço para entidades empresarias se valerem do *donation-based crowdfunding*.

A utilização desse mecanismo no Brasil ainda é tímida. Há potencial para seu uso, no entanto, principalmente nas esferas política, após o STF ter declarado a inconstitucionalidade das doações feitas por pessoas jurídicas a partidos políticos no contexto de certames eleitorais (BRASIL, 2016), e cultural, com iniciativas inovadoras por setores da administração pública, como a recente empreitada anunciada pela Biblioteca Mario de Andrade de financiar sua expansão a partir do *crowdfunding* (AGUIAR, 2016).

### **2.2.2 O reward-based crowdfunding (financiamento coletivo por recompensas)**

Ao contrário do *donation-based crowdfunding*, o modelo do *reward-based crowdfunding* já ingressa no ramo do financiamento coletivo em que o investidor espera obter alguma espécie de retorno material pela sua contribuição, ainda que não se trate, ainda, de um retorno financeiro. Aqui, a contribuição do investidor deixa de ter o caráter de uma doação, e passa a assemelhar-se mais a um investimento.

Os projetos almejados por meio do *reward-based crowdfunding* são geralmente de pequeno porte, principalmente nos ramos artístico e de pequenas inovações tecnológicas. Os investidores, em troca de suas contribuições, recebem brindes, recompensas simbólicas ou não pecuniárias, ou, na maioria dos casos, alguma variação do serviço ou bem que o empreendedor desenvolverá com a sua contribuição. Há uma compatibilização, assim, entre a escala declarada e relativamente pequena dos empreendimentos financiados por essa modalidade, e a ausência de expectativas pelos investidores de quaisquer ganhos de escala vultosos com sua contribuição (EPSTEIN, 2015. p. 43-44).

Ainda sobre a escala desses investimentos, apesar do *reward-based crowdfunding* atrair empreendimentos de pequeno porte, trata-se do segmento do *crowdfunding* mais desenvolvido e consolidado nos EUA. Até 2016, por exemplo, o *Kickstarter*, a maior plataforma de *reward-based crowdfunding* dos EUA, já contabilizava mais de US\$2 bilhões comprometidos por cerca de 10 milhões de investidores em mais de 100 mil projetos bem-sucedidos, números maiores que os encontrados em qualquer outro ramo do *crowdfunding*.<sup>1</sup> Logo atrás, o *Indiegogo* já captou US\$800 milhões de 2,6 milhões de investidores localizados em 226 países e territórios para mais de 175 mil campanhas em diversos segmentos.<sup>2</sup>

A depender dos objetivos do empreendedor, a campanha de *crowdfunding* pode adotar, como modelo de financiamento, os mecanismos de *keep-it-all* ou o *all-or-nothing* (CUMMING et al., 2015). Em ambos os casos, o investidor declara de antemão uma meta para a sua campanha de financiamento, equivalente ao valor necessário para suficientemente desenvolver a sua ideia. A diferença está no fato de que no *keep-it-all*, os valores recebidos pelo empreendedor não são restituíveis, independentemente da campanha ter alcançado a sua meta, enquanto no *all-or-nothing*, o empreendedor não fica com os investimentos e os investidores são reembolsados caso a campanha não seja bem-sucedida. A pesquisa empírica junto ao *Kickstarter* e o *Indiegogo* mostra como a utilização de cada um dos modelos é proporcional à aversão do empreendedor ao risco de sua empreitada fracassar completamente finda a sua campanha. E a preocupação não é trivial, na medida em que os dados apresentados no estudo desses autores mostram que somente 34% das campanhas *keep-it-all* e 17% das campanhas *all-or-nothing* cumpriram suas metas de financiamento entre os anos de 2011 e 2013 no *Indiegogo*.

Para o empreendedor, a grande vantagem de se utilizar o *reward-based crowdfunding* para empreendimentos de menor parte está no potencial agregador de dados da internet, que permite uma comunicação coletiva e imediata entre investidores e empreendedores a respeito dos pontos positivos e negativos de seu produto, ainda que simplesmente por sinais econômicos (i.e., flutuação ou variação na demanda por um produto ao longo de sua campanha) (EPSTEIN, 2015. p. 44-47). A internet, nesse modelo, funciona como uma espécie de filtro entre as boas e más oportunidades de *crowdfunding*.

Além disso, a existência dos mecanismos concorrentes de *keep-it-all* e *all-or-nothing* permite que o próprio investidor precifique o risco de fracasso do empreendimento (CUMMING et al., 2015). Um empreendedor que usa o mecanismo *all-or-nothing*, por exemplo, emite sinais muito mais claros ao mercado acerca de seu comprometimento com o sucesso da oferta, o que agrada investidores adversos ao risco. O investidor, portanto, acaba por coibir fraudes de empreendedores que tentam se valer ilegitimamente do *keep-it-all* para explorar as massas desinformadas, tendo em vista que este mecanismo emite sinais ao mercado que só permitem a captação de valores módicos e em empreendimento de pouco risco ou relevância social. Não é à toa, portanto, que o *reward-based crowdfunding* tem sido tão bem-sucedido e, ao mesmo tempo, tem recebido tão pouca atenção das autoridades regulatórias americanas quando comparado ao *equity crowdfunding*: os próprios investidores são fiscalizadores surpreendentemente eficientes dos empreendedores.

No Brasil, os principais portais de *reward-based crowdfunding* são o *Kickante* e o *Catarse*, ambos adotando modelos semelhantes aos seus pares americanos. AMEDOMAR (2015) sumariza as tendências de financiamento nestes portais, que serão também elaboradas adiante neste artigo.

### 2.2.3 O peer-to-peer crowdfunding (financiamento coletivo por empréstimos)

O *peer-to-peer crowdfunding*, também conhecido como *debt-based crowdfunding*, é, como descreve seu nome, o financiamento coletivo baseado em empréstimos. Ressalta-se, no entanto, que o *peer-to-peer crowdfunding* não se confunde com a emissão de títulos de dívida por meio do *equity crowdfunding*. Isto porque, na primeira modalidade, há, invariavelmente, a intermediação de uma instituição financeira ou de um portal de investimento, o que significa que as transações são realizadas no âmbito do mercado financeiro regulado pelo Banco Central do Brasil (Bacen). Na segunda modalidade, o *equity crowdfunding* pode comportar também a emissão de títulos de dívida não conversíveis, vez que a regulação do mercado de capitais agrupa, sob o bordão de "valores mobiliários" (ou *securities*, no caso americano), tanto os títulos que deem ao investidor participação acionária quanto direitos creditórios, desde que ofertadas publicamente.

O modelo do *peer-to-peer crowdfunding* admite tanto a concessão de recursos sem a cobrança de juros - especialmente por portais sem fins lucrativos que buscam conectar financiadores de pequeno porte (*microfinancers*) e empreendedores sociais pelo mundo - quanto com a cobrança de juros, o que inclui empréstimos para fins empresários ou pessoais (BRADFORD, 2012, p. 20-24). Por vezes, os empréstimos são realizados diretamente pelo credor ao tomador, hipótese na qual o portal de financiamento desempenha um papel meramente de intermediação. Em alguns casos, no entanto, os portais são responsáveis por "avaliar" o risco de crédito da empresa e estipular uma taxa de juros mínima, a partir da qual os credores emprestarão recursos ao portal, que os repassará para os tomadores.

Analisando as novas tendências do *peer-to-peer crowdfunding*, BRUTON et al. (2015) mostram como a oferta de capital no *microfinancing* inclui desde iniciativas governamentais e não governamentais de combate à pobreza e de financiamento de pequenos empreendedores em países em desenvolvimento (suprindo um déficit provocado pelo pouco interesse de grandes conglomerados financeiros em oferecer produtos para fins comunitários), até iniciativas direcionadas por fundos de *private equity* para fomentar iniciativas empreendedoras em cuja administração seus gestores não desejam ter interferência formal, como é típico em aportes por investidores institucionais. Entre as plataformas engajadas nesse mecanismo nos EUA está, por exemplo, a *Kiva*, um portal sem fins lucrativos cujo objetivo declarado é reduzir a pobreza mundial por meio do *microfinancing*, e que, até o momento, já intermediou a captação mais de US\$820 milhões de mais de 1,3 milhões de investidores para mais de 1,9 milhões de empreendedores, em 84 países ao redor do mundo.<sup>3</sup>

No Brasil, a operacionalização do *debt-based crowdfunding* é dificultada pela regulamentação do Sistema Financeiro Nacional pela Lei 4.595/1964 e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A plataforma brasileira *Biva*, nesse sentido, apresenta uma estrutura inovadora. Regulamentada como "correspondente bancário", nos termos da Res. CMN 3.954/2011, a *Biva* atua junto com a *Sorocred*, uma instituição financeira com funcionamento devidamente autorizado pelo Bacen. Pela sua estrutura, o investidor empresta os recursos para a instituição financeira, que emite certificados de crédito bancário (CCBs) lastreando o empréstimo ao tomador. A *Biva*, portanto, é remunerada por seu trabalho de análise de projetos e avaliação de risco de crédito (incluindo análises comportamentais e antifraude), no momento da originação do crédito. As taxas de juros praticadas variam de 1,5% a 5% ao mês, a depender do prazo dos empréstimos, que podem ir de 6 a 24 meses. Os investimentos são garantidos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC) até o limite de R\$250 mil. Apesar do volume baixo de recursos que o portal atraiu até o momento, o movimento gerado por empresas como a *Biva*, imersas no mercado de tecnologia financeira (*fintechs*), pode apresentar concorrência aos grandes conglomerados financeiros em relação à dramática redução na burocracia para a concessão de crédito promovida por meio desses portais. Há bastante otimismo em relação a uma nova regulamentação pelo regulador financeiro brasileiro (BRIGATTO, 2015).

### 2.2.4 O equity crowdfunding (financiamento coletivo por valores mobiliários)

Finalmente, pelo *equity crowdfunding*, principal objeto das próximas seções deste texto, investidores têm a opção de investir em uma participação direta em valores mobiliários de emissão do empreendedor, que, via de regra lhes assegura uma fatia dos lucros e uma voz no processo político do empreendimento. Apesar da palavra *equity* literalmente se traduzir para "participação acionária" no português, o *equity crowdfunding* está inserido no ramo mais amplo de ofertas públicas de valores mobiliários em geral, em que a oferta de títulos de participação acionária é apenas uma espécie. É assim, portanto, que o *equity crowdfunding* pode ser operacionalizado não só por meio de quotas e ações, como também por títulos de dívida conversíveis em participação societária, títulos de dívida com juros pós-fixados e indexados à performance da emitente, contratos de investimento coletivo, e demais títulos cuja regulação recaia sob a competência do direito do mercado de capitais.

Segundo DORFF (2014. p. 505-506), trata-se de um fenômeno eminentemente americano, que possibilita a qualquer empreendedor do mundo encontrar investidores para tornar a sua ideia caseira em uma sensação mundial. Descreve-o como uma declaração de guerra ao *establishment*, formado pelos conglomerados financeiros intransigentes, de forma que o *equity crowdfunding* surfa na sabedoria das multidões (*wisdom of the crowds*) para catapultar o empreendedor ao sucesso. A descrição é um hiperbolismo, mas reflete muito a euforia que tomou os EUA no ano de 2012, como será descrito adiante neste artigo.

O *equity crowdfunding* tem características semelhantes ao *reward-based crowdfunding*, tanto que a pesquisa empírica tende a dividi-los simplesmente na medida em que os objetivos do investidor coincidam com um ou outro modelo de financiamento. O *equity crowdfunding* seria mais efetivo em produtos de baixa identificação social ou pouca demanda indeterminada, inseridos em um mercado de nicho, ou que requeiram investimentos em capital mais volumosos para seu desenvolvimento; enquanto o *reward-based crowdfunding* funcionaria de maneira mais eficiente quando as necessidades de caixa do investidor são menores, ou a sua campanha consiga alcançar uma larga base de potenciais consumidores (BELLEFLAMME et al., 2014. p. 590-606).

A diferenciação, portanto, é maior entre o *crowdfunding* em geral e os demais métodos de financiamento de risco que entre os tipos de *crowdfunding* propriamente ditos. Essa tese, defendida por EPSTEIN (2015. p. 48-50), adota a premissa de que é por vezes improvável conceber que um investidor de um *equity crowdfunding* tenha como justificativa de seu investimento um dividendo futuro ou uma preferência na liquidação em caso de uma saída de sua investida, na medida em que os valores dos investimentos nessa modalidade têm valor individual insignificante comparado aos praticados por fundos de *venture capital*. Levando-se em consideração dados sobre investimento médio e possibilidades alternativas de renda para o investidor, essa linha defende que a maioria dos investidores de *equity crowdfunding* o é por razões pessoais, altruístas, ou não pecuniárias, porque o modesto e improvável retorno esperado sobre esse tipo de investimento se mostra, empiricamente, inferior a outras mais rentáveis alternativas de investimento para o *crowdfunder*. Mesmo que este insistisse em realizar um investimento em empresas inovadoras, cita-se como exemplo os fundos mútuos de *venture capital*, os quais, administrados por gestores profissionais e com um conhecimento do mercado de risco mais profundo do que o *crowdfunder* médio, tenderiam a proporcionar retornos maiores a investidores que o *crowdfunding*, isoladamente considerado - não obstante o *ticket* de entrada alto que algumas gestoras podem exigir para um investimento inicial desse tipo.

Não obstante, o *equity crowdfunding* invariavelmente esbarra numa barreira regulatória adicional, vez que o investidor passa a ser titular de valores mobiliários da empresa captadora ao realizar seu investimento, quer por se tornar titular de títulos de participação acionária que lhe deem direitos de voto e participação residual financeira, quer por se tornar detentor de títulos de dívida que impactem o planejamento financeiro a longo prazo do empreendedor. As discussões a respeito da regulamentação desse mecanismo serão detalhadas adiante neste texto.

Nos EUA, o maior exemplo do *equity crowdfunding* pode ser encontrado na plataforma *AngelList*, que, em 2015, captou mais de US\$160 milhões para 441 *startups* por meio de cerca de 3,3 mil investidores. A maior inovação do *AngelList* é apostar nos *syndicates*, grupos de investimento formados por investidores-anjo que investem não em uma empresa, mas em um investidor-anjo "líder" que realiza o desembolso efetivo na *startup*. A prática é comum no âmbito do *venture capital*: fundos que não desejam incorrer solitariamente o risco de investir em um determinado empreendimento se unem a outros fundos interessados para compartilhar e mitigar os riscos específicos daquele investimento (LOCKETT, WRIGHT, 2001). Importada ao *equity crowdfunding*, a estrutura permite que investidores pouco confiantes ou inexperientes apostem na *expertise* de um investidor-anjo com um *know-how* do mercado, o que tem gerado bons resultados para empresas membros do *AngelList*. E mais: apesar dessa estrutura ser destinada a investidores-anjo de, via de regra, pouco poder financeiro de investimento, os *syndicates* já conseguiram atrair aportes de fundos com carteiras bilionárias, como o Sequoia Capital (TOM, 2016).

### **3 Regulação do equity crowdfunding no Brasil**

#### **3.1 Surgimento e características**

O *equity crowdfunding* surge no Brasil a partir de meados de 2014, quando primeiro aparecem as plataformas de financiamento coletivo baseado na participação dos *crowdfunders* nos resultados do empreendimento. Os debates sobre a legalidade do mecanismo logo surgiram, na medida em que a venda a público, pela internet, de títulos ou contratos de investimento coletivo nas empresas lançadas pelos empreendedores inegavelmente - ainda que sob a forma de dívida - constituem, respectivamente, hipóteses de enquadramento nas definições de "oferta pública"<sup>4</sup> e "valores mobiliários"<sup>5</sup> previstas na Lei 6.385/1976.

A conclusão de Mattos Filho (2015. p. 315-316) é no sentido de que, preenchidos esses dois requisitos, não haveria como o *equity crowdfunding* escapar da alçada regulatória da CVM: a utilização, pelos

portais de *equity crowdfunding*, da internet como meio de publicização e difusão da inovação do empreendedor satisfaz o requisito de "utilização dos serviços públicos de comunicação" previstos no dispositivo acima. Mais especificamente, não haveria como tais ofertas serem realizadas senão por meio da intermediação de instituições financeiras, bolsas de valores e demais instituições listadas no art. 15 da mesma lei - entre as quais os portais de *equity crowdfunding* certamente não estão incluídos.

A solução do regulador, no entanto, não deve ser a de optar por sentenciar à morte essa brilhante alternativa de micro e pequeno financiamento. Isso porque o quadro descrito no início deste texto a respeito das dificuldades de financiamento por pequenas e médias empresas não é diferente no Brasil (MATTOS FILHO, 2015. p. 311-313). Há, inegavelmente, distorções no sistema de capitalização de pequenas e médias empresas brasileiras, que podem ser atribuídas, em boa medida, à consolidação de grandes conglomerados financeiros e o subsequente sufocamento de pequenos e médios bancos e corretoras de valores. Ainda que fatores regulatórios ou transacionais também possam responder por essa discrepância, fato é que - conglomerados financeiros, responsáveis por larga fração do crédito brasileiro, não enxergam rentabilidade em intermediar transações que não ultrapassem um valor significativamente alto - tornando o *ticket* mínimo para realizar uma oferta bastante alta no Brasil. O ponto de origem dessa estrutura se encontra nas orientações pelo governo militar brasileiro aos elaboradores dos textos legais que pautaram a reforma da legislação societária, no contexto do II Plano de Desenvolvimento Nacional no governo de Ernesto Geisel: o sistema de capitalização deveria atender aos interesses das grandes empresas nacionais, capitaneadas pela figura do empresário-empendedor (MUNHOZ, 2013. p. 50-57). Evidentemente, não sobrou espaço para a figura do acionista minoritário, para o fenômeno do capital disperso, ou para uma preocupação generalizada com a suficiência econômica do pequeno empreendedor (MATTOS FILHO, 2015. p. 315).

De maneira geral, a doutrina estrangeira aponta esses defeitos como uma característica inerente aos sistemas jurídicos romano-germânicos. Descrevem, ainda um quadro pouco animador *vis-à-vis* as possibilidades de superação por esses países de barreiras históricas de acesso à poupança popular pelo pequeno e médio empresário: seja por uma ausência de mecanismos de proteção geral a investidores e credores que inspire confiança nos agentes econômicos (LA PORTA et al., 1998), seja por condições políticas e históricas que predeterminam a viabilidade de companhias de capital disperso sem instituições democráticas consolidadas (ROE, 2000).

A crítica é ainda mais precisa em relação ao quadro econômico brasileiro: uma dependência histórica de recursos estatais ou de um mercado financeiro marcadamente desigual em relação a seu tratamento de pequenas e médias empresas, a ausência histórica de qualquer sistema de proteção a credores e investidores minoritários e uma estratégia de desenvolvimento nacional voltada principalmente à concessão de incentivos fiscais aos carros-chefes na indústria brasileira - exemplificada na definição de "acionista controlador" da Lei 6.404/1976 - ainda representam enorme óbice ao desenvolvimento de um mercado de capitais eficiente em solo brasileiro. Esse quadro foi ainda agravado pelas reformas controversas da legislação societária promovidas em anos recentes - quer por terem usurpado grande parte dos mecanismos de proteção de acionistas minoritários brasileiros, quer por ignorarem boa parte das tendências mundiais em matéria de governança corporativa em suas supostas inovações (SALOMÃO FILHO, 2011), e só conseguiu ser minimamente revertido com o advento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo em 2001 (GILSON et al., 2011, p. 482-501). Estudos atuais, no entanto, mostram como fatores de dependência em relação a certas fontes restritivas de financiamento, como os conglomerados financeiros e o Estado brasileiro, ainda limitam o crescimento econômico e apontam como principal alternativa para esse problema de democratização do acesso ao capital (SAE, 2015).

Não obstante, essas reformas não servem de alento à classe empreendedora. De um lado, a *startup* média sequer tem o caixa para suportar os altos custos de análise e de transação, e superar as barreiras de entrada associadas com o mercado de capitais (MATTOS FILHO, 2015. p. 312-313). De outro, a prática do mercado financeiro, em função do poder de mercado dos bancos e o alto grau de concentração no setor bancário (descritas como "não competitivas"), continua a ser de praticar as maiores taxas de juros e o maior *spread* bancário do mundo, o que eleva o custo do capital para terceiros e, conseqüentemente, os custos do capital para o empreendedor (OREIRO et al., 2012). Em ambos os casos, tais fatores afastam do mercado financeiro pequenos investidores, que são atraídos por outras oportunidades de menor risco de crédito, como títulos de renda fixa (a) isentos de recolhimento de imposto de renda, como as letras de crédito imobiliário e letras de crédito do agronegócio; ou (b) garantidos pelo risco soberano, como as letras financeiras do Tesouro, cujas emissões são favorecidas pelas economias de escala geradas pela concentração bancária.

Fica evidente o quadro desalentador para o pequeno empresário na busca de uma fonte de financiamento minimamente adequada para seu empreendimento. Mas aí encontramos o grande potencial transformador do *equity crowdfunding*: a criação de um mecanismo de oferta eletrônica que "prescinde do sistema de distribuição tradicionalmente voltado para os grandes lotes", servindo "como

ponto eletrônico de encontro entre a oferta e demanda do mercado secundário, substituindo os mecanismos de bolsa ou de balcão organizado" (MATTOS FILHO, 2015. p. 313).

### 3.2 Regulamentação atual: o papel da CVM

Como explicado acima, o *equity crowdfunding*, nos atuais moldes, é considerado uma oferta pública para fins da Lei 6.385/1976, e recai sob o poder de polícia da CVM quanto aos procedimentos para sua realização. Diante da impossibilidade de um pequeno empreendedor de arcar com os custos de um registro de oferta pública perante a CVM, como se viabiliza, financeiramente, a utilização desse mecanismo?

A resposta, atualmente, está na própria Instrução CVM 400/2003, norma regulamentadora das ofertas públicas em geral. Entre as hipóteses de dispensa de registro de oferta pública ali elencadas, a CVM abre uma exceção em relação àqueles emissores cuja capacidade econômica torna o custo da movimentação do aparato estatal em relação à regulamentação de sua oferta pública economicamente desinteressante. Mais especificamente, estarão dispensadas de registro as ofertas públicas realizadas por empresas de pequeno porte e de microempresas, "assim definidas em lei".<sup>6</sup>

Ou seja: uma *startup* estará automaticamente dispensada de realizar o registro de uma oferta pública de *equity crowdfunding* perante a CVM se ela se enquadrar na definição de "empresas de pequeno porte e de microempresas", onde quer que esta definição se encontre. Diante da ausência de uma lei específica que defina o que são as empresas de pequeno porte e microempresas no âmbito do direito do mercado de capitais, a definição utilizada provém da legislação fiscal, nos termos da LC 123/2006,<sup>7</sup> que instituiu o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte.

Via de regra, enquadrar-se-á nessa categoria a sociedade simples ou limitada, o empresário individual ou a empresa de responsabilidade limitada que faturem, ao longo de um exercício fiscal, valor inferior a R\$3,6 milhões. A lei, no entanto, faz algumas restrições quanto às características da microempresa e da empresa de pequeno porte: não poderão se beneficiar desse tratamento jurídico as pessoas jurídicas que, por exemplo, participem do capital de outra pessoa jurídica, de cujo capital participem outras pessoas físicas, cujo sócio participe com mais de 10% em empresas que não se enquadrem como microempresa ou empresa de pequeno porte, e que sejam constituídas sob a forma de sociedade por ações. Ou seja, afóra a última restrição, que diz respeito ao tipo societário da empresa, (a) os sócios desta só poderão ser pessoas físicas que não participem de mais de 10% do capital de outras empresas não contempladas por esse regime; e (b) a empresa de pequeno porte ou microempresa não poderá ter subsidiárias.

São muitos os problemas com a importação desvinculada da definição tributária de uma empresa de pequeno porte à realidade do *equity crowdfunding*, e são igualmente muitas as associações ativistas do setor que clamam por uma mudança nessa definição. O principal erro, no entanto, é excluir a forma da sociedade anônima do rol de tipos societários qualificáveis como empresas de pequeno porte. Ainda que, nos estágios iniciais de uma *startup*, a sociedade limitada possa ser um tipo societário preferível para empresas de pequeno porte, inclusive para fins tributários, o quadro é alterado a partir do momento em que o empreendedor passa a precisar do capital de terceiros para manter o financiamento de seu projeto, e se depara diante da inflexibilidade extrema proporcionada pelo regime das sociedades limitadas imposto pelo Código Civil de 2002. Tomemos como exemplo a tendência dos gestores de fundos de *private equity* e *venture capital* de influenciarem consideravelmente a governança corporativa de empresas investidas (GIOIELLI, 2013), e exigirem, em 75% das vezes, direitos políticos incompatíveis com o regime legal de uma sociedade limitada, com ações preferenciais com direito de veto em relação à deliberação de certas matérias, e a indicação de membros ao conselho de administração da investida (ABDI, 2011). Outros exemplos dessa inflexibilidade incluem: a impossibilidade de emissão de mais de uma classe de quota, com direitos políticos ou patrimoniais diferentes; os altos quóruns de deliberação estipulados para o exercício do controle da sociedade; a omissão no que se refere à possibilidade de celebração de acordo de sócios, restringindo as formas de estruturação da governança corporativa da sociedade; a administração da sociedade exclusivamente por meio de administradores, sem a possibilidade de se estabelecer um órgão colegiado de direção geral e fiscalização da sociedade, como ocorre quanto ao conselho de administração na sociedade anônima; a sujeição da transferência de quotas a terceiros não sócios ao consentimento (ainda que tácito) de quotistas representantes de 75% do capital social da sociedade; e, finalmente, a impossibilidade de sua inserção efetiva no mercado de capitais brasileiro.

Além disso, ao se restringir o quadro societário de uma empresa emergente a pessoas físicas, exclui-se um ramo imenso de investidores-anjos nacionais e estrangeiros que adotam formas e veículos inovadores na realização de investimento - inclusive os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), instituídos e regulamentados pela CVM por meio da Instrução 209/1994, e os Fundos de Investimento em Participação (FIP), regulados pela Instrução 391/2003, cujos benefícios fiscais os tornam veículos de investimentos muito mais eficientes que o investimento por pessoa física ou até por outros tipos de pessoa jurídica.



Ainda sobre a Instrução 209, muito mais razoável seria se a CVM tivesse referenciado, na Instrução 400, a definição de "empresas emergentes" que já elaborara na Instrução 209, conforme alterada pela Instrução 470. Ali, (a) estabeleceu-se um teto de R\$150 milhões para o faturamento líquido anual consolidado de empresas enquadradas sob esse regime,<sup>8</sup> e (b) naturalmente, autorizou-se o investimento nessas empresas por pessoas jurídicas em geral, como próprio o FMIEE. Não só essa regra é muito mais adequada à realidade do faturamento das *startups*, que deve atingir níveis altos antes de começar a atrair o interesse de investidores institucionais de *venture capital*, como também não se cometeu o absurdo de restringir o mercado de *venture capital* a pessoas físicas individualmente consideradas.

Não obstante, ainda que esta definição ainda não se apresente como ideal, na medida em que elimina do conceito de "empresas emergentes" todo o universo de sociedades limitadas utilizadas principalmente pelas empresas em estágio de *seed capital*, há sinais de que a CVM está de acordo com a superação do modelo de empreendedorismo com base em investimentos institucionais de *venture capital* exclusivamente em sociedades anônimas. Um exemplo é encontrado na publicação do edital de Audiência Pública SDM 05/2015, em 17.12.2015,<sup>9</sup> que terá por objetivo discutir a alteração das normas que regem o FMIEE e o FIP, unificando essa regulação para fomentar a indústria de fundos de *private equity* e *venture capital* no Brasil. A norma preliminar da CVM contempla a possibilidade de investimento pelo novo FIP-Capital Semente em sociedades limitadas, que restarão isentas de observar boa parte das custosas exigências de governança corporativa atualmente impostas sobre as investidas dos FIPs, nos termos da Instrução CVM 391/2003. A aplicabilidade de um conceito tão amplo no âmbito do *equity crowdfunding* pode não ser possível, na medida em que gestores de fundos de investimento são legalmente obrigados a observar deveres fiduciários em relação a seus quotistas, uma construção que dificilmente conseguirá ser replicada em relação a investimentos de caráter tão difusos com o *equity crowdfunding*. No entanto, a discussão pode ainda servir de subsídios interessantes para o regulador.

O ponto dessa análise sistemática da regulação da CVM é ilustrar como a *startup* poderia ser enquadrada sob regimes jurídicos muito mais benéficos ao mercado de *equity crowdfunding* brasileiro do que aquela utilizada no âmbito da legislação fiscal. Caso se utilize a definição da suprarreferida audiência pública, por exemplo:

as restrições quanto à figura do investidor de *venture capital* são eliminadas, de forma que o investidor poderá se organizar por virtualmente qualquer forma associativa disponível no mercado (inclusive pessoas jurídicas em geral, fundos de investimento, e veículos de investimento *offshore*), e não precisará realizar um investimento por meio de sua pessoa física; e

as restrições quanto à forma associativa do empreendedor também serão eliminadas, sendo que este poderá se organizar como sociedade limitada ou sociedade anônima, de acordo com suas necessidades de capital e complexidade na organização da governança corporativa de sua empresa.

Com isso, tanto investidor quanto empreendedor terão maiores incentivos para se valer do mecanismo do *equity crowdfunding*, considerando que os custos de transação para a adequação à forma ou organização do investimento serão amenizados. A pesquisa empírica comprova essa conclusão: dados de 2014 mostram que apenas 7% do capital comprometido total no mercado de *private equity* e *venture capital* brasileiro originou-se de *family offices* e pessoas físicas, contra, por exemplo, 55% do capital comprometido proveniente de fundos de investimento e investidores institucionais (ABVCAP, 2015). Em outras palavras, os investidores responsáveis por até 93% do capital comprometido total na indústria de investimentos de risco estariam excluídos, por definição, do mecanismo do *equity crowdfunding*, na medida em que o seu investimento violaria os requisitos para a caracterização de uma *startup* como microempresa ou empresa de pequeno porte definidos pela legislação tributária.

Além da discussão sobre a forma dos veículos passíveis de realizar captações e investimentos por meio do *equity crowdfunding*, a Instrução 400 impõe, ainda, restrições sobre os moldes e valores das ofertas que podem ser enquadradas nessa modalidade de dispensa.<sup>10</sup> Os empreendedores que desejam se valer do *equity crowdfunding* só poderão captar o valor de R\$2,4 milhões a cada período de 12 meses, e qualquer material que utilizarem para tais fins deverá ser escrito em linguagem simples e conter informações verdadeiras e completas,<sup>11</sup> a fim de auxiliar o investidor na avaliação dos potenciais riscos do empreendimento.

Estatísticas sobre o *ticket* médio em operações de *venture capital* mostram que esse valor de R\$2,4 milhões a cada período de 12 meses só viabilizaria a utilização do *equity crowdfunding* em operações de *seed capital*, em que a empresa ainda está em fase pré-operacional e nos estágios iniciais de desenvolvimento de seus ideais (ABDI, 2011). Para essas operações, o valor médio de investimento foi equivalente a US\$400 mil à época. Para o próximo nível de investimento, em que a empresa já está em fase de estruturação, e começa a comercializar seus produtos publicamente (*early stage* ou *late stage*, conforme o caso), o valor médio de investimento sobe para US\$4,4 milhões. Ou seja, o custo de oportunidade de realizar uma captação por meio do *equity crowdfunding* versus buscar um investidor

institucional de *venture capital* gerado por esse teto pode tornar o mecanismo inutilizável, dependendo das necessidades de capital do empreendedor.

### 3.3 O equity crowdfunding na prática brasileira

#### 3.3.1 A posição atual do crowdfunding no Brasil

A pesquisa empírica sobre o volume da indústria de *equity crowdfunding* no Brasil é esparsa. Há uma ausência de fontes primárias que consigam suficientemente reportar os dados dessas ofertas, na medida em que: (a) a sua autorização passa por um processo sigiloso e não exclusivo às operações de *equity crowdfunding*, que é o pedido de dispensa de registro de oferta pública perante a CVM; e (b) a dispersão de dados entre várias plataformas de financiamento coletivo dificulta a sua agregação.

Em 2013, a *Catarse*, uma das principais plataformas de *crowdfunding* em geral realizou uma pesquisa com mais de 3 mil entrevistados a respeito do perfil e das tendências dos investidores de *crowdfunding*.<sup>12</sup> Em termos de perfil dos investidores, a pesquisa mostrou que 63% dos investidores estão localizados na região sudeste do Brasil. Ainda, a maioria dos investidores (51%) tem menos de 30 anos de idade, e 74% possuem titulação de pós-graduação completa.

Em geral, os entrevistados tomaram conhecimento do *crowdfunding* no ano anterior à pesquisa (59%), e já haviam apoiado entre 1 a 5 projetos (81%). Os projetos eleitos como os mais populares foram aqueles na área de educação, cultura e meio ambiente, o que condiz com a resposta de que o fato mais importante na hora de apoiar um projeto era a identificação com a causa do empreendedor (88%). Observam-se aqui indícios do que BELLEFLAMME et al. (2014) chamam de "benefícios comunitários" do *crowdfunding*: o financiamento toma contornos de uma economia colaborativa e associativa, na medida em que os *crowdfunders* auferem benefícios não pecuniários com a consecução do investimento, na forma das externalidades positivas de ver um empreendimento socialmente benéfico ser identificado. Além disso, 74% dos entrevistados valorizam empresas que apelam aos *crowdfunders* para o financiamento de seus projetos, e 82% são contra a participação de autoridades governamentais no financiamento coletivo de qualquer maneira, ilustrando como é preferível que o *crowdfunding* seja um fenômeno da comunidade para a comunidade.

Outra pesquisa interessante foi aquela realizada por AMEDOMAR (2015), que estudou o *reward-based crowdfunding* como uma alternativa de financiamento de empresas de tecnologia brasileiras. A sua conclusão central foi de que o desconhecimento a respeito da ferramenta ainda paira como principal fato que desestimula o empreendedor a persegui-la como meio de financiamento de seus projetos. Os valores captados, nesse sentido, ainda são módicos: a mediana da meta financeira para esses empreendedores é de apenas R\$20 mil, sendo que, nas campanhas em geral, sejam elas bem-sucedidas ou não, o valor mediano levantado ficou em pouco mais de R\$3 mil. Não obstante, como a maioria das empresas é atraída ao *crowdfunding* justamente pelo seu pequeno porte, esses resultados não são necessariamente negativos, e apenas apontam que há uma necessidade ampla de aprimoramento, principalmente, da comunicação entre empreendedor e potenciais investidores, e da divulgação do mecanismo como um todo.

Chamamos também atenção à pesquisa realizada pela CVM no mês de junho de 2015 sobre o tema.<sup>13</sup> Ao longo do último ano, a CVM não tem escondido sua vontade de regulamentar explicitamente o *equity crowdfunding*, e encerrar a utilização do mecanismo de dispensa de registro de oferta pública para essa prática. O primeiro passo, portanto, foi dado com a divulgação dessa pesquisa, realizada com 316 investidores entrevistados escolhidos com base no seu cadastro na base de dados da CVM.

Dos 114 respondentes à entrevista, o perfil médio de *equity crowdfunder* adotou os seguintes parâmetros: 87% dos respondentes eram do sexo masculino; 89% dos respondentes tinham menos de 45 anos; 86% dos respondentes tinham ensino superior completo, sendo que 53% ainda contavam com pós-graduação; 87% dos respondentes residiam nas regiões Sul ou Sudeste; e 80% dos respondentes tinham renda familiar mensal acima de R\$3,94 mil, sendo 55% acima de R\$7,88 mil. Essas estatísticas pintam um quadro muito claro: a esmagadora maioria dos investidores em potencial de *equity crowdfunding* é composta por homens, com alto índice de escolaridade e renda familiar muito superior à média nacional *per capita*. Ainda, apesar de 68% dos entrevistados nunca terem participado de iniciativas de financiamento coletivo pela internet, 86% estariam dispostos a tanto caso acreditassem no plano de negócios do empreendedor. A tendência, portanto, é que os passos incipientes do *equity crowdfunding* no Brasil sejam liderados por uma classe de investidores de alta renda e com elevado grau de escolaridade que lhe permitam uma maior diligência *vis-à-vis* seus investimentos. Não há, porém, nenhuma indicação que o mecanismo seja restrito a essa classe por muito tempo: especialmente diante dos reiterados registros de saques na poupança brasileira pela população em geral pelas mais diversas razões (CAMPOS, 2016), que criam uma disponibilidade de recursos inédita para o *equity crowdfunding*.

Quanto aos resultados, o mais preocupante deles apresentou que apenas 30% dos potenciais investidores aguardariam um retorno no investimento por mais de 3 anos, sendo que 56% não

aguardariam mais de 2 anos para tanto. Isso, combinado ao fato de que 63% dos potenciais investidores não estariam dispostos a investir mais de R\$5 mil, e a média das intenções de aplicação (excluindo 5 entrevistados que investiriam R\$1 milhão ou mais), foi de R\$12 mil, pode apresentar problemas para empresas em fase pré-operacionais. Mais de 57% dos investimentos realizados por fundos de *private equity* e *venture capital*, por exemplo, têm duração de 7 a 10 anos, sendo que quase 22% destes não fixam um prazo de vigência em seu início (ABDI, 2011). O dado não é aleatório: empiricamente, verifica-se um número pequeno de saídas realizadas por empresas nas fases de *seed capital* e *startup* (i.e., fases pré-operacional e pré-comercialização). Entre os anos de 2005 e 2009, saídas de empresas em fases de *seed capital* e *startup* representaram apenas 12% das saídas totais no mercado de *venture capital* (ABDI, 2011). Nos EUA, a situação é semelhante: apenas 3% dos investimentos de *venture capital* em 2014 foram em empresas de *seed capital*, e 19% foram investimentos *Series A* - empresas ainda em estágios incipientes de operação (CB INSIGHTS, 2015). Essa restrição pelo lado da demanda no *equity crowdfunding*, portanto, pode levar empreendedores com planos mais longos de maturação a não usar o mecanismo por medo de não conseguir atrair investidores interessados em um projeto de longo prazo.

Há, no entanto, medidas que a CVM pode adotar para mudar esse cenário. Quando perguntados sobre os maiores riscos de um investimento por meio do *equity crowdfunding*, os investidores elegeram, entre os principais fatores, a ocorrência de fraudes e a falta de informação sobre o andamento do projeto. Crises de confiança semelhantes não são raras ao longo da história do mercado de capitais brasileiro (MUNHOZ, 2013, p. 39-57). Como identificado pela própria CVM, esses dois fatores são remediáveis caso a nova regulação do mercado introduza regras suficientes de *full disclosure* e de monitoramento dos projetos por órgãos reguladores específicos. Nos EUA, por exemplo, parte da doutrina (HAZEN, 2012) defende que a regulamentação do *equity crowdfunding* não pode prescindir ou sacrificar regras exigentes de divulgação de informações investidores, especialmente devido (a) à inexperiência majoritária entre *crowdfunders* *vis-à-vis* a realização de uma auditoria diligente da qualidade de potenciais investimentos; (b) à impessoalidade de se investir pela Internet; e (c) ao número limitado de informações exigidas pelos portais de investimento a respeito do projeto do empreendedor pode e tende a atrair uma gama de fraudes para esse mercado. Apesar dessa visão não ser unânime, como será visto adiante neste artigo, ela pode oferecer subsídios para mitigar a relutância do investidor médio brasileiro nos investimentos de *equity crowdfunding*. Há, também, margem para se discutir a aplicabilidade da legislação consumerista e do regime das relações de hipossuficiência nesse tipo de investimento. Caberá à CVM, desta forma, convocar a sociedade civil para discutir a pertinência dessas medidas nos próximos meses.

Finalmente, dados recém-obtidos junto à CVM, por meio do Sistema de Acesso a Informação,<sup>14</sup> mostram que o *equity crowdfunding* está inegavelmente em uma trajetória ascendente. A Tabela 1 reflete os dados de ofertas públicas de valores mobiliários que foram dispensadas por meio da exceção prevista no art. 5.º, III, da Instrução 400 - isto é, solicitadas por microempresas e empresas de pequeno porte, entre os anos de 2013 e 2015.

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

O salto entre os anos de 2014 e 2015 é considerável, e, adotando a premissa de que pelo menos grande parte dessas dispensas foram relacionadas a ofertas de *equity crowdfunding* - o que é razoável diante do quadro de regulamentação do mecanismo proposto anteriormente - dá margem ao otimismo em relação à possibilidade do *equity crowdfunding* evoluir no Brasil a ponto de se suprir o déficit histórico de financiamento enfrentado por pequenas empresas.

Não obstante, considerações práticas sobre o funcionamento do sistema ainda ilustram vários percalços a se superar, como analisaremos a seguir.

### 3.3.2 Aspectos práticos: a utilização inovadora da SPE

As amarras legais ao *equity crowdfunding* descritas anteriormente fazem com que o uso dessa modalidade na prática empresarial brasileira adote algumas peculiaridades que viabilizem sua operacionalização.

A principal dessas inovações é a constituição, conjuntamente pela plataforma de investimentos, de sociedades de propósito específico (SPEs), responsáveis exclusivamente pela captação de recursos de *crowdfunders*, e pela agremiação dos interesses difusos destes investidores. Nesse modelo, os *crowdfunders* detêm uma participação indireta no empreendimento, por meio de seus títulos de dívida ou direitos de participação na SPE - uma pequena ou microempresa -, que atuaria como uma espécie

de fundo de investimento para a operação de *equity crowdfunding*, ainda que este veículo permaneça sujeito a seu enquadramento como microempresa ou empresa de pequeno porte para justificar a dispensa de registro de oferta pública perante a CVM. A CVM parece dispensar, portanto, o critério de inexistência de subsidiárias para caracterizar essas SPEs como pequenas e microempresas para fins da dispensa do registro de oferta pública.

Entrevistas com os empreendedores por trás do portal de *equity crowdfunding* Broota (TAUHATA, 2016) mostram a preocupação em se desenvolver estruturas de *crowdfunding* que consigam comportar tanto a necessidade urgente de capital emergente dos empreendedores nos estágios iniciais de seu empreendimento quanto a necessidade de se adotar uma estrutura societária que atraia de investidores institucionais e uma eventual saída lucrativa no futuro.

Assim, a SPE permite a concentração de centenas de investidores em uma sociedade alheia ao veículo principal do empreendedor, reunindo todos os *crowdfunders* sob uma única sociedade. A opção alternativa - ter todos os *crowdfunders* como investidores indiretos da *startup* - causaria custos societários imensos para o fundador. Explica-se: em uma sociedade limitada, a formalização de uma cessão de quotas exige não só o consentimento tácito de quotistas que representem 75% do capital da empresa, como também a realização de uma reunião de sócios em que se deliberará pela alteração do contrato social da sociedade. Haveria a necessidade de realização de uma reunião presencial para o colhimento de assinaturas dessas centenas de investidores toda vez que houvesse uma cessão de quotas da *startup* no mercado secundário - e, caso sequer um desses investidores não possa comparecer, há ainda a necessidade de se realizar uma convocação por meio de publicação de anúncio na imprensa oficial, o que, conforme vem sendo reiterado neste artigo, representa gasto incompatível com a posição financeira de muitas *startups*. A SPE, de certa maneira, evita que o mercado secundário de quotas de sociedades investidas por *crowdfunders* seja irreversivelmente sufocado. Além disso, ter um único sócio que represente a totalidade dos *crowdfunders* facilita o processo de ingresso de investidores institucionais na *startup* em momentos posteriores, tendo em vista que tais investidores em geral não gostam de ter que lidar com um número excessivo de sócios diretos: não só pelas despesas societárias adicionais que disto decorrem, como também pelo fato de que os custos com o monitoramento e fiscalização dos empreendedores (custos de agência) acabam sendo exclusivamente suportados pelo fundo, gerando um efeito *free rider* para os demais acionistas que se beneficiam do valor agregado por esse engajamento sem participar proporcionalmente de seus custos (ROCK, 1991. p. 462).

E como se operacionaliza o modelo da SPE? Dependendo dos objetivos de financiamento do empreendedor, pode ser interessante constituir uma nova SPE a cada rodada de investimento de *crowdfunding*, especialmente na medida em que os investidores passem a ter direitos políticos e econômicos diferentes. As SPEs podem, inclusive, ser constituídas por prazo determinado (TAUHATA, 2016), presumivelmente para diminuir o teor de interferência dos *crowdfunders* ao passo em que a *startup* se profissionaliza e começa a planejar, por exemplo, o recebimento de um investimento por um investidor institucional ou uma transformação para uma sociedade anônima. Finalmente, os *crowdfunders* elegem um diretor para atuar à frente da SPE e representar a rodada de investimento perante o empreendedor, cujos custos de agência merecem exame mais detalhado em sede diversa antes que se possa avaliar se se trata de uma estratégia eficiente para os *crowdfunders*. Ainda não está claro, no entanto, qual o paralelo traçado entre a figura desse diretor-representante e outras figuras de gestão de ativos no mercado de capitais, como os gestores de fundos de investimento, ou os administradores de uma companhia aberta, e os deveres e obrigações a que estariam sujeitos.

### 3.3.3 Precedentes: o caso Vitacon

O exemplo mais notável de utilização do *equity crowdfunding* ocorreu na captação realizada pela Vitacon, incorporadora paulista, no financiamento da construção de um de seus mais recentes empreendimentos imobiliários (VALENTI, 2015). Algumas de suas características merecem realce para fins deste estudo:

A operação marcou o uso pioneiro do mecanismo de *equity crowdfunding*, na medida em que a Vitacon se valeu de títulos de dívida, com a natureza jurídica de contratos de mútuo, para realizar a captação. No entanto, a remuneração desses títulos é variável e proporcional à taxa de êxito da Vitacon na venda dos apartamentos do empreendimento. A taxa interna de retorno anual estimada para a operação, num cenário realista, varia entre 13,2% a 17,2% ao ano, e, considerando o período de resgate de 45 meses, pode chegar a até 59,3% para o período todo do investimento caso a Vitacon atinja a meta de vender todos os apartamentos do empreendimento. Assim, o interesse residual financeiro do investidor muito se assemelha àquele obtido por meio de uma participação acionária na Vitacon, em que a remuneração é calculada na base do sucesso do empreendedor; mas, no modelo adotado pela Vitacon, não há participação acionária efetiva dos *crowdfunders* no veículo do empreendedor.

Ainda sobre a utilização de títulos de dívida, contorna-se o frequente, porém justificável, receio entre investidores de se tornarem sócios diretos do empreendimento e, posteriormente, serem de alguma maneira responsabilizados por seus passivos na hipótese de vir a fracassar (ABDI, 2011). Justificável,

na medida em que a pesquisa empírica mostra como investidores de sociedades limitadas são frequentemente responsabilizados por passivos trabalhistas, fiscais e consumeristas de suas investidas em montantes frequentemente superiores ao seu investimento, por meio de um uso "liberal" da desconsideração da personalidade jurídica (SALAMA, 2013), o que constitui um grande eixo de reforma legislativa para a classe investidora no Brasil (SAE, 2015). Outras plataformas têm utilizado soluções semelhantes (TAUHATA, 2016).

Os limites de captação estabelecidos pela *Vitacon* deixam claro que o *crowdfunding* foi utilizado apenas como uma forma secundária de financiamento, na medida em que o valor máximo captado foi restrito a R\$2,4 milhões, ou 8% do valor geral de vendas do empreendimento. O valor efetivamente captado foi de R\$1,278 milhão - 128% do projetado pela *Vitacon*, mas somente 5% do custo total que incorrerá com as obras do empreendimento. Há indícios, assim, de que a classe empreendedora brasileira já começa a considerar o *crowdfunding* como alternativa real de financiamento empresário - especialmente à luz da ausência de crédito a preços economicamente interessantes no momento de crise atualmente atravessado pelo país - mas que a relutância tanto do lado da oferta quanto da demanda *vis-à-vis* a utilização do mecanismo ainda impede que seu potencial seja completamente realizado.

O nível do detalhamento da oferta fornecido pela *Vitacon* na página da *Urbe.me* mostra um esforço pela CVM de assegurar a divulgação de informações capazes de dirimir o medo de fraudes e informações inconsistentes comum em meio a potenciais investidores. A conclusão pode ser tomada a partir da notícia de que a CVM suspendeu a realização da oferta da *Vitacon* após a sua apresentação, por ter sido detectada "a utilização irregular de material de divulgação, em descumprimento ao disposto no art. 5.º, § 7.º, [da Instrução 400]". Uma semana após essa notícia, a CVM revogou sua decisão, após se constatar que a *Vitacon* "adotou medidas que repararam o impacto negativo causado no mercado" e que "atenderam, satisfatoriamente, à necessidade de saneamento da irregularidade que motivou a suspensão".<sup>15</sup> Entre as divulgações que acabaram por ser realizadas pela *Vitacon*, destaca-se: um estudo da viabilidade econômico-financeira do projeto, incluindo justificativas para o *return on investment* esperado em cenário conservador, realista e otimista para a taxa de vendas do empreendimento; uma descrição dos fatores de risco do empreendimento, desdobrando em riscos institucionais, micro e macroeconômicos, riscos específicos ao mercado imobiliários e, finalmente riscos relacionados à própria empreendedora e ao empreendimento; e uma análise da demanda no segmento imobiliário, embasada em estudos públicos e privados do tema. Ou seja, a aparente transparência da *Vitacon* mostra que, nos estágios iniciais do *crowdfunding*, a CVM deve exercer seu poder de polícia para assegurar uma postura de boa-fé na apresentação de projetos, a inspiração de confiança em potenciais investidores, e a mitigação de riscos frequentemente associados pelo mercado a esse tipo de investimento. No final das contas, o material de divulgação acaba com extensão e complexidade menor que o prospecto solicitado em uma oferta pública tradicional, como pode ser visto na página da *Urbe.me*<sup>16</sup> - mas, inobstante, contém uma série de informações vitais para que qualquer decisão minimamente fundamentada seja tomada por um *crowdfunder*.

O valor total captado foi distribuído entre 144 investidores, principalmente localizados no Estado de São Paulo, que investiram, em média, R\$8.8 mil - um valor consideravelmente superior à reserva mínima de R\$1 mil estipulada pela *Vitacon*. A localidade dos investimentos novamente ressalta a sempre pertinente descrição de BELLEFLAMME et al. (2014) dos "benefícios comunitários" que os *crowdfunders* precisam auferir para apoiar um projeto. Aqui, é presumível que as externalidades positivas de se ter um empreendimento imobiliário bem-sucedido em sua localidade podem ter, ao menos em parte, contribuído para o sucesso de investimento e a concentração de investidores em São Paulo - especialmente diante da existência de mecanismos de investimento imobiliários com menor risco de crédito e rentabilidades materialmente semelhante, como a letra de crédito imobiliário e o certificado de recebíveis imobiliários. Anedotas sobre o investimento apontam também para essa conclusão: a plataforma *Urbe.me*, por exemplo, elenca em sua página os nomes e as fotografias de todos os investidores do empreendimento, reforçando a ideia de busca de ganhos não apenas pecuniários nesse tipo de financiamento.

A conclusão que nos cabe tirar diante dessas informações é de que o *equity crowdfunding* é claramente um instrumento maleável, possível de ser adequado aos mais diversos contextos econômicos e operacionais, mesmo no contexto atual de regulamentação precária da matéria. A captação pela *Vitacon* mostra que o *equity crowdfunding* efetivamente permite às empresas emergentes contornar a dificuldade de obter financiamento a seus projetos, discutida no início deste texto, e que sua eventual regulamentação, portanto, deve ter como eixo fomentar o aumento dos meios pelos quais (e dos fins para quais) pode ser utilizado.

## **4 A experiência americana com o equity crowdfunding**

### **4.1 Entendendo o JOBS Act**

Até 2012, o uso do mecanismo de *equity crowdfunding* nos EUA era, em suma, ilegal (SEC, 2015; DORFF, 2014), e os únicos portais que o praticavam não sobreviveram à atuação restritiva das autoridades financeiras estaduais (BRADFORD, 2012). Essa ilegalidade é explicável pela inexistência, na legislação do mercado de capitais americana, de um mecanismo de dispensa de registro de ofertas públicas voltado para a captação de *equity* por empresas pequenas (popularmente referido pela doutrina americana como *the crowdfunding exemption*). Esse regime de *blue sky laws*, presente tanto em nível federal quanto estadual, efetivamente impedia a procura ativa e pública de investimentos por empresas pequenas, ou a realização de ofertas públicas com a utilização de campanhas de marketing. As poucas brechas existentes na legislação impunham custos financeiramente incompatíveis com a perspectiva financeira das *startups*, e a pesquisa empírica mostra como empresas pequenas e privadas ficaram, na prática, "consideravelmente, injustamente e ineficientemente" excluídas do mercado de capitais como fonte de financiamento para suas atividades (CAMPBELL, 2014, p. 821-825). É mérito do JOBS Act, portanto, ter se elevado ao status de *mandatory statute*, sobrepondo-se à regulamentação estadual sobre o tema e contornando o efeito debilitante do preciosismo legislativo estadual (CAMPBELL, 2014, p. 832).

Esse cenário só é alterado a partir da aprovação do *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act) em 5 de abril de 2012: iniciativa que visou, de maneira geral, mudar o quadro de adversidade enfrentado por empresas pequenas no financiamento de suas atividades. O *Title III* é o capítulo do JOBS Act que tratou explicitamente a respeito do *equity crowdfunding*. Apesar de seu texto já ter definido uma boa parte das normas que pautariam as regras finais sobre o assunto, a sua eficácia permaneceu limitada, e sujeita à aprovação, pela SEC, órgão regulador do mercado de capitais americano, de uma regulamentação específica e detalhada sobre o tema. E, sob o bordão de *Regulation Crowdfunding*, essa norma foi finalmente aprovada em 30 de outubro de 2015.

No documento que aprovou as regras, a SEC se vale de 685 páginas para justificar, juridicamente e economicamente, a sua opção normativa (SEC, 2015). O seu principal ponto, no entanto, foi a criação de um mecanismo de dispensa de registro de oferta pública específico para empresas emergentes que gostariam de se valer do *equity crowdfunding*, cuja operacionalização não se mostra muito diferente do regramento atual brasileiro. Essa dispensa está sujeita a uma série de requisitos subjetivos e objetivos a serem cumpridos pelo investidor e pelo portal de financiamento. Abaixo, descrevem-se os principais pontos dessa regulamentação, e as justificativas dadas pela SEC para adotá-los:

Um teto de US\$1 milhão foi imposto pela SEC para o valor total que um empreendedor poderá captar a cada período de 12 meses por meio do *equity crowdfunding*. Esse foi o equilíbrio arbitrado pela SEC entre criar uma fonte alternativa de captação de recursos, e proteger investidores contra ofertas gigantescas e pouco viáveis. Justificando a regra como um todo, a SEC descreve a inadequação de certas vias financeiras atualmente utilizadas por empresas incipientes - como empréstimos por amigos e familiares, que comprometem a profissionalidade da empresa, e a captação por fundos de *venture capital* e investidores-anjo, que geralmente não têm interesse em empresas pré-operacionais e sem perspectiva certa de rentabilidade futura. Além disso, os meios atuais de *crowdfunding*, e o crescimento do *peer-to-peer lending*, apesar de constituírem boas notícias, só teriam a ganhar com a aprovação plena e definitiva do JOBS Act e a implementação regulatória do *equity crowdfunding*.

b) O *crowdfunder* também teve o valor de seu investimento limitado pela SEC. Em suma, (i) caso um investidor tenha renda anual ou patrimônio de até US\$100 mil, poderá investir até US\$2 mil ou 5% de sua renda anual ou patrimônio por ano, o que for maior, e (ii) caso um investidor tenha renda anual ou patrimônio acima de US\$100 mil, poderá investir até US\$100 mil ou 10% de sua renda anual ou patrimônio por ano, o que for menor. A principal questão quanto a esse assunto é que investidores institucionais ou qualificados estão igualmente sujeitos a esses limites, já que a SEC entendeu que uma eventual isenção seria incompatível com a natureza democrática do *equity crowdfunding*. Em geral, as manifestações em audiência pública se dividiram entre liberar, em maior grau, os valores passíveis de serem investidos, enquanto outros entenderam que impor limites era necessário para evitar que investidores pouco experientes sofressem perdas irreparáveis nestes investimentos.

Todas as captações devem ser intermediadas por uma única corretora de valores mobiliários ou um único portal de financiamento (*funding portal*), devidamente registrados perante a SEC. A oferta deve ser realizada exclusivamente no âmbito da "plataforma" do intermediário, definido pela SEC como um programa acessível pela internet em que o intermediário realize a oferta pública de valores mobiliários característica do *equity crowdfunding*. Além disso, emitentes ou intermediários não podem conduzir marketing das ofertas além da própria plataforma em que a oferta for realizada, o que significa que empreendedores não podem contatar potenciais investidores pessoalmente ou realizar *launch parties* (eventos típicos de comemoração de ofertas públicas no ramo do *venture capital*).

Os emitentes estão sujeitos a rígidas obrigações de *full disclosure*. Informações financeiras, societárias e operacionais devem ser disponibilizadas ao intermediário e aos atuais e potenciais investidores tanto no início da oferta quanto ao longo da oferta. Além disso, empreendedores que desejarem captar mais de US\$100 mil serão obrigados a fornecer regularmente demonstrações financeiras auditadas por

contadores ou auditores independentes. Muitas foram as críticas imediatamente lançadas a essas obrigações, e a regra final contém um resumo extensivo das várias estimativas de custos que empreendedores incorreriam para se adaptar a essas regras - quase todas elas apontando uma incompatibilidade absoluta com a posição financeira das empresas que perseguiriam o *equity crowdfunding*. A SEC se defende, alegando que a mitigação das assimetrias na informação sobre o investimento é assunto delicado que requer prioridade na elaboração de uma regulação eficiente. Tendo em vista que os *crowdfunders* geralmente acabam com pequenas participações na empresa, e, portanto, têm incentivos econômicos desprezíveis para ativamente monitorar e fiscalizar as decisões do empreendedor, caberia à regulação estabelecer uma obrigação *ex ante* de divulgação e coibir o oportunismo por parte dos emitentes. No final das contas, a SEC prevê que a eficiência nos mercados provocada por essas divulgações superará os custos relacionados com a sua implementação.

Valores mobiliários adquiridos no âmbito de uma oferta de *equity crowdfunding* não podem ser revendidos por seus titulares por um período de 12 meses após a data de aquisição, salvo se a revenda for realizada a um investidor qualificado, ou a uma parte relacionada ao investidor. A ideia é impedir que empreendedores possam burlar o teto de captação por meio de ofertas secundárias, ainda que preservando, em alguma medida, a liquidez desses investimentos.

Muitos outros pontos e assuntos são abordados na regra final da SEC. No entanto, os pontos acima descritos - sem dúvida os mais controversos da regra - nos permitem a conclusão de que a regulação adotada pelos EUA em matéria de *equity crowdfunding* é restritiva. Não há, como tipicamente se espera do mercado de capitais americano, ampla margem para a criatividade no uso desse mecanismo. A regulação aterrissa com um único objetivo claro: suprir o déficit de financiamento do pequeno empreendedor, na medida do possível, sem sacrificar a segurança do pequeno investidor.

E, segundo DORFF (2014. p. 505-508), essa restrição advém, ao menos em parte, pela euforia que tomou os EUA quando se anunciou a regulamentação desta modalidade em 2012. O autor descreve o consenso unânime entre membros dos Partidos Republicano e Democrata na aprovação do projeto de lei, em função da inovadora opção de financiamento que o *equity crowdfunding* prometia em contraste aos problemas gerados pelo mercado financeiro nos anos anteriores. Assim, houve um enorme anseio para se aprovar a nova legislação, sem, no entanto, se entender em que medida que o *equity crowdfunding* efetivamente traria bons investimentos aos EUA.

#### **4.2 Crítica: uma oportunidade perdida?**

Como a nossa exposição acima dá a entender, não são poucas as críticas direcionadas ao JOBS Act e à regulamentação pela SEC do *equity crowdfunding*.

De maneira geral, DORFF (2014. p. 508-520) se apresenta como um dos maiores críticos à ilusão de resultados otimistas promovida pelo *equity crowdfunding*. Citando dados incipientes sobre o mercado, o autor mostra como o mecanismo não vai conseguir suprir o déficit de financiamento, na medida em que os altos riscos e os poucos retornos historicamente constatados nesse tipo de investimento vão, ao longo do tempo, expor os *crowdfunders* ao "lado negro" do *crowdfunding* em que até investidores-anjo sofisticados têm dificuldades de obter retornos positivos, mesmo com um alto grau de diversificação de investimentos. Se sequer os investidores-anjo conseguem dominar o mecanismo, o *crowdfunder* médio, que geralmente trabalha em período integral, dedica tempo à sua família etc. jamais terá o tempo suficiente para realizar uma auditoria financeira suficiente do empreendimento. E, mesmo que o realize, Dorff mostra como o custo de oportunidade nessa atividade é maior que o valor que os membros da família aufeririam trabalhando em um emprego com remuneração ao nível do salário mínimo americano. A diversificação também não se apresentaria como solução hábil a mitigar o risco de investimentos, já que os *crowdfunders* não terão benefícios racionalmente auferíveis caso passem seu tempo buscando dezenas de investimentos viáveis em um portal de financiamento. Finalmente, como os *crowdfunders* geralmente não têm recursos para acompanhar novas infusões de capital no empreendimento ao longo do tempo, a sua participação será invariavelmente diluída a níveis insignificantes ao longo do tempo, razão pela qual o *crowdfunder* jamais teria qualquer perspectiva de exercer uma influência material na empresa. A conclusão de seu argumento é que a procura de investidores qualificados ou investidores-anjo pelo empreendedor se mostrará, a longo prazo. Não haveria, em suma, incentivos econômicos para o mecanismo se proliferar nos EUA.

Além disso, especificamente em relação ao JOBS Act, critica-se também a ausência de regras que efetivamente diminuam os custos de transação que as empresas que optarem pelo *equity crowdfunding* incorrerão perante a SEC. Uma análise pormenorizada da regra mostra como as inúmeras categorias de divulgações ao mercado - que ocorrem tanto *ex ante* quanto *ex post* à oferta - impõem um custo "aterrorizante" e aparentemente perpétuo a empresas sem condições de arcar com essas obrigações (CAMPBELL, 2014. p. 833-836). Os comentários em audiência pública fornecidos à SEC, por exemplo, estimam os custos de transação para uma oferta de *equity crowdfunding* entre 26% a 601% do valor captado, incluindo custos com advogados, *compliance* com as obrigações de divulgação, contratação de auditores independentes etc. (SEC, 2015).

Esses custos são agravados, ainda, pelo baixo volume que pode ser captado por empreendedores, fruto, principalmente, do teto de US\$ 1 milhão de investimentos a cada 12 meses. O fato desse limite não encontrar um equivalente nas outras modalidades de *crowdfunding*, cujos projetos podem exceder (e excedem) esse número aparentemente arbitrário, o tornam de difícil justificação (DORFF, 2014). Na medida em que não haja falhas graves no mercado de *equity crowdfunding*, a presunção deveria permanecer ao lado do êxito comprovado de mecanismos informais de controle de fraudes por empreendedores, como a oferta *all-or-nothing* utilizada no âmbito do *reward-based crowdfunding* (EPSTEIN, 2015, p. 49-51). Em termos práticos, a competitividade do *equity crowdfunding* também pode ter sido irreversivelmente comprometida em relação a métodos mais tradicionais de financiamento de *venture capital*, como o *seed funding*. No quarto semestre de 2014, por exemplo, o valor médio dos investimentos *seed*, tipicamente considerados o primeiro passo no financiamento profissional de um empresário, foi de US\$1,9 milhão - quase o dobro do teto imposto ao *equity crowdfunding* pelo JOBS Act (CB INSIGHTS, 2015).

A existência dessa regulação exagerada pode ser atribuída ao sensível debate travado sobre o tema de proteção de investidores de *equity crowdfunding*. Campbell (2014, p. 816-827 e 827-828) nota como o direito do mercado de capitais só faz sentido econômico quando os custos associados com falhas de mercado são inferiores aos benefícios do acesso por empreendedores a capital externo. Numa situação de proteção insuficiente, as perdas sofridas por investidores em situações de desinformação exacerbada reduzem os ganhos de produtividade e eficiência na alocação de capital inerente ao mercado de capitais.

Especificamente com relação às *startups*, BRADFORD (2012, p. 105-16) resume os principais problemas enfrentados por *crowdfunders*. Afora o histórico de fraudes no mercado de capitais americano *vis-à-vis* dispensas de registro de ofertas públicas e financiamento de pequenas empresas, uma *startup* é ainda marcada por um clima de total incerteza, fragilidade e assimetria de informações, na medida em que o fundador - o único *insider* com algum conhecimento real da empresa - detém o poder unilateral de realizar todas as grandes decisões operacionais e financeiras (decisões frequentemente fundamentais para a sobrevivência da empresa, especialmente em meio a *startups* pré-operacionais). Fundos de *venture capital* e investidores-anjo geralmente conseguem contratar proteções contra a possibilidade de ineficiência pelo empreendedor, e podem se valer do mercado secundário para pressionar um empreendedor que esteja auferindo resultados reiteradamente medíocres ou suspeitos. Mas é improvável que um grupo de *equity crowdfunders* tenha o poder de barganha ou a sofisticação semelhante para tanto, e a dificuldade de se desenvolver um mercado secundário para o *equity crowdfunding* já foi descrita neste texto, gerando um problema de liquidez para investidores e empresas. Considerando a vasta maioria de investidores inexperientes entre os potenciais *crowdfunders*, o conjunto da obra aponta para custos de agência altíssimos, e poucas oportunidades de monitoramento eficiente do empreendedor, pelo que cresce o risco de insolvência e fraudes entre *startups*. Como alento, elencam-se os seguintes pontos positivos quanto aos riscos do *equity crowdfunding*: a possibilidade da própria internet servir como meio de monitoramento de captadores duvidosos, por meio de fóruns *online*; a tendência dos *crowdfunders* de se sofisticarem ao longo do tempo; e os incentivos positivos do empreendedor para se comportar ao longo dos primeiros investimentos e conseguir atrair rodadas de investimento maiores no futuro.

O equilíbrio almejado pelo JOBS Act foi de proibir a veiculação de propaganda e campanhas de marketing de ofertas além do *funding portal* encarregado de coordená-las. Enquanto alguns clamam que esse equilíbrio foi insuficiente (HAZEN, 2012), outros (CAMPBELL, 2014, p. 836-838) defendem que ele pode ter sido extremo demais a ponto de criar um custo de oportunidade inviável para empresas que elegem o *equity crowdfunding* em detrimento de outros meios de promoção de sua oferta (um *road show*, por exemplo). O *equity crowdfunding* se tornaria mais atraente, por exemplo, se empreendedores fossem facultados a apresentar seu produto pessoalmente, ainda que essa permissão só valha em relação em relação a investidores qualificados.

Finalmente, o baixo volume das ofertas de *equity crowdfunding*, combinada com a restrição sobre a revenda de valores mobiliários adquiridas no âmbito destas, significa que é improvável que qualquer mercado secundário material surja em função da nova regulamentação (SCHWARTZ, 2013, p. 1463). Isso significa que investidores que valorizem a liquidez em seus investimentos devem passar longe da participação nesse tipo de oferta. De maneira geral, o único fator que poderia aliviar essa falta de liquidez é se um mercado de controle acionário (*market for corporate control*) se desenvolvesse a partir de empresas investidas por *crowdfunders*, o que seria possível caso a internet seja empregada como um mecanismo de coordenação de acionistas com interesses difusos e diversos (SCHWARTZ, 2013, p. 1477-1480). É por isso que a opção pela emissão de títulos de dívida no âmbito deste mercado tende a ser preferida pelos empreendedores (SCHWARTZ, 2013, p. 1482-1489), vez que este acaba preservando seus direitos residuais financeiros e políticos na sua empresa, não corre o risco de enfrentar, em um momento futuro, uma coletividade de *crowdfunders* ativistas e/ou rebeldes, e diminuem o risco de ações judiciais por quebra de direitos fiduciários (*shareholder derivative suits*) caso o empreendimento acabe em falência.



Há, portanto, uma gama de críticas que podem ser realizadas à posição americana sobre o *equity crowdfunding*. A verdade, no entanto, é que a maioria dessas previsões parte de premissas teóricas ou análises sistemáticas da nova legislação, e, em sua maioria, ignoram a observação de que simplesmente não temos dados suficientes para avaliar o real potencial do *equity crowdfunding*. Sua pertinência, dessa forma, está sujeita a um maior período de vigência e análise do *Regulation Crowdfunding*.

## 5 Conclusão

O *crowdfunding* é um dos vários desdobramentos inovadores no leque de opções que o empreendedor contemporâneo tem a escolher no momento de obter recursos para seu empreendimento. Tendo como principal característica a força e a demanda das massas, o *crowdfunding* democratiza o acesso ao capital, e quebra o monopólio tradicionalmente detido por grandes conglomerados financeiros e investidores institucionais da indústria de *venture capital*. No Brasil, o mecanismo, ainda incipiente, não foi especificamente regulado pela CVM, apesar do assunto estar inegavelmente na pauta futura do regulador. Mesmo sem essa regulamentação, no entanto, dados empíricos sobre o *equity crowdfunding* mostram que o mecanismo tende a ser bem recepcionado pelo empreendedorismo brasileiro, e pode se revelar, em certa medida, como uma "terceira via" capaz de contornar os altos juros historicamente praticados pela política econômica brasileira, e os asfixiantes custos de transação que incorreriam empreendedores no acesso por meios ortodoxos ao mercado de capitais.

Não obstante esses pontos positivos, há muito a se aprender com o debate americano sobre o *equity crowdfunding*, o qual foi pautado, principalmente, por um grande temor quanto à possibilidade de fraudes e perdas totais de poupança ao se relaxar o controle da SEC sobre essas ofertas. O resultado final foi uma regulamentação marcadamente restritiva, que, na visão de muitos autores, colocou o mecanismo em sua cova antes de sequer nascer. A validade dessas alegações está sujeita, por enquanto, a uma maior vivência da *Regulation Crowdfunding*, e a uma análise mais aprofundada sobre qual o equilíbrio ideal entre proteção de *crowdfunders* e liberdade para captar por empreendedores.

Diante da tendência da CVM de regulamentar o assunto nos próximos meses, propomos em nossas considerações finais algumas diretrizes que, segundo nossa análise, serviriam de subsídio para o sucesso do *equity crowdfunding* no Brasil:

A definição de "microempresa e empresa de pequeno porte" atualmente utilizada para qualificar as *startups* deveria ser alterada para uma única definição de "empresa emergente", cujo critério de verificação deve ser o mesmo que o utilizado na atual Instrução 209 ou, caso esta venha a ser revogada, pelo novo critério de empresas passíveis de serem investidas pelo FIP-Capital Semente, nos termos da Audiência Pública SDM 05/2015. O efeito disso seria retirar as enormes restrições que recaem tanto sob a figura do investidor quanto do captador no *equity crowdfunding*, reduzindo custos de transação e auxiliando a flexibilidade nesses investimentos.

Deve-se manter a atual exceção de registro de ofertas públicas prevista na Instrução 400, baseada no deferimento automático de pedidos realizados por empresas emergentes. Sujeitar o *equity crowdfunding* a qualquer controle adicional pode levar a gastos pecuniários e temporais incompatíveis com a posição desse tipo de empresa e a urgência desse tipo de investimento e, invariavelmente, fadar o mecanismo ao fracasso.

Como a CVM já sinalizou ser de seu interesse, a realização de estudos empíricos sobre o *custo da regulação* no *equity crowdfunding* é imprescindível. Qualquer regulamentação que ignore esse ponto provavelmente resultará em normas financeiramente irracionais ou desinteressantes. As lições da análise econômica do direito, portanto - diante do gravíssimo déficit de financiamento incorrido por empresas emergentes - nunca foram tão importantes.

A função fiscalizadora da CVM quanto ao *equity crowdfunding*, ainda que importante, não pode ser exagerada a ponto de pretender proteger todo e qualquer *crowdfunder* de todo e qualquer financiamento possivelmente danoso. A orientação da CVM deve ser de *educar* os potenciais investidores sobre a natureza e os porquês dos riscos do *crowdfunding*, e não *coibir* ou *restringir* as hipóteses de utilização do mecanismo. Assim, por exemplo, ainda que um limite sobre o volume total investido por *crowdfunder* possa ser desejável em relação ao investidor médio, esse limite precisa ser elevado (senão eliminado) em relação aos investidores profissionais e qualificados, conforme definidos na regulamentação atual da CVM. Fundos de investimento de *venture capital*, por exemplo, não podem ser cegamente equiparados a poupadores, como o fez os EUA. Entender a importância de investidores institucionais para o *equity crowdfunding* diante das tendências internacionais será impreterível, desta forma, nesse ponto da regulamentação.

Não obstante o último ponto, o limite de captação por empreendedor deve ser aumentado do atual patamar de R\$2,4 milhões, para um valor compatível com os investimentos médios em empresas emergentes por fundos de *venture capital*, sob pena de gerar custos de oportunidade na utilização do mecanismo incontornáveis para o investidor. Baseado nas colocações da ABDI (2011), sugerimos um limite de R\$7 milhões a cada período de 12 meses, qualificando essa sugestão ao ressaltar que

qualquer decisão nesse sentido estará condicionada às análises econômicas da CVM propostas no item "b" acima.

De qualquer forma, entendemos que a CVM exercerá virtude nos próximos meses na medida em que se mantenha aberta às várias manifestações e posições advogadas pela sociedade civil em matéria de *equity crowdfunding*. A sua postura deverá ser histórica, ao manter em mente as várias crises de confiança que o empresariado brasileiro já vivenciou em decorrência de fraudes e calotes milionários no mercado de capitais brasileiro, ao mesmo tempo em que prospectiva, ao reconhecer e buscar combater o déficit assustador entre as fontes de financiamento disponíveis às grandes empresas brasileiras e ao pequeno e médio empreendedor. Quanto ao primeiro ponto, a atenção deve ser redobrada à literatura econômica, que enfatiza a proteção a investidores minoritários como fator decisivo para o desenvolvimento de um mercado de capitais eficiente. Quanto ao segundo, refletir sobre em que medida uma regulamentação excessivamente restritiva, como a adotada nos EUA, pode resultar num *equity crowdfunding* financeiramente desinteressante para o empreendedor médio. Aguardamos com otimismo, de qualquer forma, as próximas manifestações da CVM e os próximos passos em direção a uma regulamentação economicamente eficiente do *crowdfunding* no Brasil.

## 6 Bibliografia

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). *A indústria de private equity e venture capital - 2.o censo brasileiro*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011. p. 436.

AGUIAR, Joselia. Biblioteca em sintonia com a época. *Valor Econômico*. São Paulo, p. D4, 04.01.2016.

AMEDOMAR, André de Azevedo. *O crowdfunding de recompensas como alternativa de capital empreendedor para empresas de base tecnológicas no Brasil: um estudo descritivo-exploratório*. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, USP. 2015. p. 227.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Consolidação de dados da indústria de private equity e venture capital no Brasil*. São Paulo, 2015.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*. vol. 29. p. 585-609. 2014.

BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the federal securities laws. *Columbia Business Law Review*. n. 1. p. 1-150. 2012.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação direta de inconstitucionalidade nº 4.650/DF. Relator: Ministro Luiz Fux. *DJe*, 24.02.2016.

BRIGATTO, Gustavo. "Fintechs" começam a contar sua história. *Valor Econômico*. São Paulo, p. B7, 16 jul. 2015.

BRUTON, Garry; KHAVUL, Susanna; SIEGEL, Donald; WRIGHT, Mike. New financial alternatives in seeding entrepreneurship: microfinance, crowdfunding and peer-to-peer innovation. *Entrepreneurship Theory and Practice*. vol. 39. n. 1. p. 9-26. 2015.

CAMPBELL, JR., Rutherford B. The new regulation of small business capital formation: the impact - if any - of the JOBS Act. *Kentucky Law Journal*. vol. 102. n. 4. p. 814-848. 2013-2014.

CAMPOS, Eduardo. Poupança tem saque recorde de R\$53,57 bi. *Valor Econômico*. São Paulo, p. C2, 08.01.2016.

CB INSIGHTS. *The 2014 U.S. venture capital year in review: financing and exit analysis*. 2015. Disponível em: [[www.cbinsights.com/](http://www.cbinsights.com/)]. Acesso em: 15.02.2016.

CUMMING, Douglas J.; LEBOEUF, Gaël; SCHWIENBACHER, Armin. *Crowdfunding models: keep-it-all vs. all-or-nothing*. 2014. Disponível em: [[http://ssrn.com/abstract="2447567"](http://ssrn.com/abstract=)] Acesso em: 15.02.2016.

DORFF, Michael B. The siren call of equity crowdfunding. *The Journal of Corporation Law*. vol. 39. p. 493-524. 2014.

EPSTEIN, Richard A. The political economy of crowdsourcing: markets for labor, rewards and securities. *The University of Chicago Law Review*. vol. 92. p. 835-852. 2015.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States and the European Union. *Stanford Law Review*. vol. 63. p. 475-538. 2011.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. *Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas?: evidências das empresas estreadas na Bovespa*. Rio de Janeiro: Anbima, 2013. p. 107.

- GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*. vol. 15. n. 2. p. 145-168. 2001.
- HAZEN, Thomas Lee. Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws: why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure. *North Carolina Law Review*. vol. 90. p. 1735-1770. 2012.
- KITCH, Edward W. Crowdfunding and an innovator's access to capital. *George Mason Law Review*. vol. 21. p. 887-894. 2014.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and finance. *Journal of Political Economy*. vol. 106. p. 1113-1155. 1998.
- LOCKETT, Andy; WRIGHT, Mike. The syndication of venture capital investments. *Omega*. vol. 29. p. 375-390. 2001.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. t. II. p. 401.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 413.
- OREIRO, José Luís; DE PAULA, Luiz Fernando; COSTA DA SILVA, Guilherme Jonas; QUEVEDO DO AMARAL, Rafael. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. *Revista de Economia Política*. vol. 32. n. 4. p. 557-579. 2012.
- ROCK, Edward B. The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism. *The Georgetown Law Journal*. vol. 79. p. 445-506. 1991.
- ROE, Mark J. Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Stanford Law Review*. vol. 53. p. 539-606. 2000.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil*. São Paulo: Malheiros, 2013. p. 546.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 304.
- SCHWARTZ, Andrew A. Crowdfunding securities. *Notre Dame Law Review*. vol. 88. p. 1457-1490. 2013.
- SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS (SAE). *Produtivismo incluyente: empreendedorismo vanguardista*. Disponível em: [www.sae.gov.br/wp-content/uploads/empreendedorismo-vanguardista-final-fundo-claro-2.pdf] Acesso em: 26.02.2016.
- TAUHATA, Sérgio. CVM aprova novo modelo para investimento coletivo. *Valor Econômico*. São Paulo, p. D2, 26.01.2016.
- TOM, Mikey. Disruption hits early-stage venture capital. *Pitchbook*, 12 de fevereiro de 2016. Disponível em: [http://pitchbook.com/news/articles/disruption-hits-early-stage-venture-capital] Acesso em: 15.02.2016.
- UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Regulation crowdfunding*. 2015. Disponível em: [www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf]. Acesso em: 18.03.2016.
- VALENTI, Graziella. Vitacon inaugura uso de fundo coletivo para obras. *Valor Econômico*. São Paulo, p. B4, 13.10.2015.

1 Dados disponíveis em: [www.kickstarter.com/help/stats]. Acesso em: 27.02.2016. A página é atualizada diariamente pelo *Kickstarter* com o valor captado agregado.

2 Dados disponíveis em: [https://go.indiegogo.com/blog/2015/12/2015-crowdfunding-infographic-statistics-tech-film-social.html]. Acesso em: 06.03.2016.

3 Dados disponíveis em: [www.kiva.org/about/stats]. Acesso em: 27.02.2016. A página é recorrentemente atualizada com novas estatísticas pela *Kiva*.

4 Art. 2.º da Lei 6.385/1976: "São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros *títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação*, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos *advêm do esforço do empreendedor* ou de terceiros" (grifos nossos).

5 Art. 19, § 3.º, da Lei 6.385/1976: "Caracterizam a emissão pública: (...) III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos *serviços públicos de*

*comunicação*" (grifos nossos).

6 Art. 5.º da Instrução CVM 400/2003: "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*" (grifos nossos).

7 Art. 3.º da LC 123/2006: "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 10.406, de 10.01.2002 (Código Civil (LGL\2002\400)), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: I - no caso da microempresa, *aufira, 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, *aufira, 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)" (grifos nossos).

8 Art. 1.º, § 1.º, da Instrução CVM 209/1994: "Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou *faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000,00* (cento e cinquenta milhões de reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão" (grifos nossos).

9 Edital disponível em: [[www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2015/sdm0515.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html)]. Acesso em: 18.03.2016.

10 Art. 5.o, § 4.º, da Instrução CVM 400/2003: "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" (grifos nossos).

11 Art. 5.o, § 7.º, da Instrução CVM 400/2003: "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".

12 Pesquisa disponível em: [<http://pesquisa.catarse.me/>]. Acesso em: 18.03.2016.

13 Pesquisa disponível em: [<http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2016/01/Relat%C3%B3rio-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf>]. Acesso em: 18.03.2016.

14 Informações obtidas por meio do Processo 12632.000031/2016-89; data de abertura: 15.02.2016; data de atendimento: 07.03.2016.

15 As informações estão disponíveis em: [[www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151016-1.html](http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151016-1.html)] e [[www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151023-1.html](http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151023-1.html)]. Acesso em: 07.03.2016.

16 Disponível em: [<http://urbe.me/fund/index.php>]. Acesso em: 09.03.2016.