

Europa, sujeitos exclusivamente à regulamentação e supervisão das entidades administradoras de tais mercados.

E ainda que a CVM pretendesse exercer de maneira mais efetiva sua prerrogativa de permitir o acesso ao mercado de valores mobiliários por parte de sociedades empresárias organizadas sob outras formas diversas da sociedade por ações, tal circunstância, embora pudesse, em tese, evitar a atração das regras que conformam a disciplina societária especial constante da Lei nº 6.404/76, não evitaria a atração da competência regulatória da CVM sobre tais empresas, em vistas do disposto na própria Lei nº 6.385/76, segundo o qual quaisquer emissores de valores mobiliários, seus administradores e controladores sujeitam-se à disciplina prevista em tal diploma para as companhias abertas¹²⁴⁸.

Por essas razões, constata-se, inclusive, que as iniciativas autorregulatórias encampadas por entidades administradoras de mercados voltadas à criação de segmentos especiais de listagem para empresas de menor porte – como é o caso do Bovespa Mais e do Bovespa Mais – Nível 2 instituídos pela BM&FBOVESPA – são substancialmente diversas, em sua essência, das iniciativas assemelhadas no mercado europeu, uma vez que, por aqui, não há qualquer distinção no regime legal e regulatório ao qual as companhias que integram tais segmentos estão sujeitas.

Em suma, resta evidente que, por aqui, existem importantes restrições decorrentes da própria legislação que dificultam a delimitação de um perímetro regulatório sob o qual possa ser desenvolvido um mercado secundário alternativo em que a negociação, ainda que restrita, de valores mobiliários ocorra sem que implique na aquisição do *status* de companhia aberta por parte de seus emissores, o que, como visto, é reputado como relevante no âmbito de políticas regulatórias voltadas a incentivar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.

4.3.5. INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING

De modo a completar a análise dos mecanismos alternativos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, é relevante avaliar os modelos regulatórios que vem surgindo com o intuito de viabilizar as operações de financiamento participativo (conhecidas pelo termo em inglês *crowdfunding*).

Os impactos causados pela evolução tecnológica na estrutura e organização dos mercados financeiros e de valores mobiliários é absolutamente perceptível

¹²⁴⁸ Cf. artigo 2º, §2º da Lei nº 6.385/76. Considerando que tal dispositivo faz referência exclusivamente à disciplina aplicável às companhias abertas constantes da Lei nº 6.385/76 – que trata essencialmente da competência regulatória da CVM em relação a tais companhias – é possível (embora não seja incontroverso) entender que o aludido comando não alcança a disciplina societária especial aplicável às companhias abertas nos termos da Lei nº 6.404/76.

em diversas dimensões, especialmente em decorrência do desenvolvimento da rede mundial de computadores (*internet*) a partir do início dos anos 1990¹²⁴⁹.

As mudanças mais marcantes, e que se operaram de início, dizem respeito à maneira como os agentes econômicos passaram a realizar suas operações bancárias e no mercado de valores mobiliários, especialmente no tocante ao seu relacionamento com os intermediários que atuam em tais mercados, bem como a forma como os mercados secundários passaram a se organizar, com o advento dos sistemas eletrônicos de negociação, cujo maior exemplo foi o surgimento da *National Association of Securities Dealers Automated Quotation - NASDAQ*, no mercado norte-americano¹²⁵⁰.

Ademais, a celeridade com que as informações afetas aos valores mobiliários negociados e seus respectivos emissores passam a ser divulgadas e disseminadas também impactou sobremaneira o funcionamento do mercado, agregando significativo dinamismo e eficiência¹²⁵¹.

Evidente que as facilidades advindas de tal evolução impactam significativamente os mecanismos e as preocupações regulatórias relacionadas à captação da poupança popular por meio de ofertas públicas, haja vista o alto potencial de difusão e penetração de tais operações quando realizadas por meio do emprego de meios eletrônicos de comunicação¹²⁵².

O uso da rede mundial de computadores no contexto das ofertas públicas de distribuição foi, em verdade, uma das primeiras preocupações que emergiu em decorrência do acentuado desenvolvimento tecnológico deflagrado a partir do início dos anos 1990, mobilizando os reguladores do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo, que imediatamente externaram preocupações advindas da facilidade com que seria possível acessar investidores a partir de então, inclusive no contexto de operações de natureza fraudulenta, uma vez que a *internet* facilita enormemente o esforço de venda de valores mobiliários junto ao público investidor, de maneira absolutamente dinâmica e instantânea¹²⁵³.

1249 A respeito dos impactos da revolução tecnológica no mercado de valores mobiliários, P. Cohen destaca: "Over the past two decades, the U.S. securities industry has changed dramatically. The securities markets have experienced unbounded growth. The participation and influence of institutional investors has increased new financial instruments providing innovative risk management methods have proliferated. Moreover, new economic approaches to investing have led to modernized trading strategies. Changes in trading volume, participants, and trading methods have altered the organization of U.S. equity markets and the manner in which they function. Technological innovation has played a particularly important role in the maturation of U.S. securities markets. Because of technological advances, "markets no longer are, or need be, only physical places". (COHEN, Paul D. "Securities Trading Via the Internet". *Stanford Journal of Law, Business and Finance*. Stanford: Stanford University Press, v. 4, 1998, p. 2-3)."

1250 Cf. COHEN, Paul D. Op. cit., p. 3.

1251 Cf. COHEN, Paul D. Op. cit., p. 4.

1252 Cf. COHEN, Paul D. Op. cit., p. 5.

1253 A esse respeito, S. Choi afirma: "Nonetheless, the Internet also presents several challenges to the securities market. With the increase in the number of active investors on the Internet comes a

Consequentemente, é também inegável que tais mecanismos facilitam enormemente o acesso direto entre potenciais emissores de valores mobiliários e potenciais investidores – especialmente por parte de empresas de menor porte¹²⁵⁴ – alterando sobremaneira o papel e a atuação dos intermediários financeiros no contexto de tais relações, exacerbando, inclusive, seu papel de *gatekeepers* no bojo desse elo¹²⁵⁵.

Nesse cenário, a agenda regulatória do mercado de valores mobiliários recentemente voltou-se para os chamados mecanismos de financiamento participativo, referidos usualmente pela expressão em inglês *crowdfunding*¹²⁵⁶.

Tais mecanismos têm origem com o surgimento da *internet*, associados, em um primeiro momento, a iniciativas voltadas ao financiamento de determinados projetos culturais ou sociais, por meio das quais se busca utilizar o ambiente

corresponding increase in potentially unsophisticated investors. Many individual investors who previously invested in mutual funds may be drawn to investing in individual stocks through the reduced cost of Internet-based securities transactions. Because fraudulent issuers may sell securities with greater ease over the Internet, these investors are at risk. The reduced cost of conducting an offering, moreover, may attract an increased number of disreputable issuers onto the Internet. Honest businesses must pull together financial data from within the company and check for accuracy. Fraudulent issuers, on the other hand, may simply type up an offering statement from scratch, limited only by their imagination.” (CHOI, Stephen J. Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation. *The Journal of Small & Emerging Business Law*. Portland: Lewis & Clark Law School, v. 1, n. 27, 1998, p. 37-38). O tema também foi objeto de preocupação por parte da CVM que, em 2005, emitiu o Parecer de Orientação nº 32, explicitando o entendimento do regulador sobre a caracterização de ofertas públicas realizadas por meio da rede mundial de computadores: “O problema da utilização da Internet no mercado de valores mobiliários relaciona-se diretamente com a realização de oferta de valores mobiliários emitidos em outros países e a prestação de serviços de negociação de valores mobiliários junto a pessoas residentes no Brasil por intermediários estrangeiros. Além disso, a utilização da Internet também atinge ofertas e atividades no mercado de valores mobiliários efetuadas integralmente no Brasil, por agentes locais. (...) O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05. Dessa forma, salvo se medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, faz-se necessário o prévio registro de tais ofertas perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/76.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação 32, de 30 de setembro de 2005, p. 1. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 26 dez. 2016).

¹²⁵⁴ Cf. CHOI, Stephen J. Op. cit., p. 36-37.

¹²⁵⁵ Cf. CHOI, Stephen J. Op. cit., p. 42-53.

¹²⁵⁶ Sobre a origem da expressão e buscando definir seu conteúdo, P. Belleflamme et al. afirmam: “The concept of crowdfunding finds its root in the broader concept of crowdsourcing, which refers to using the crowd to obtain ideas, feedback and solutions in order to develop corporate activities (Howe, 2008; Kleemann, Voß and Rieder, 2008). In the case of crowdfunding, the objective is to collect money for investment; this is generally done by using social networks, in particular through the Internet (Twitter, Facebook, LinkedIn and different other specialized blogs). In other words, instead of raising the money from a very small group of sophisticated investors, the idea of crowdfunding is to obtain it from a large audience (the “crowd”), where each individual will provide a very small amount. This can take the form of equity purchase, loan, donation or pre-ordering of the product to be produced.” (BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*. 2012, p. 2. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1578175>>. Acesso em: 26 nov. 2016).

virtual para levantar recursos (basicamente sob a forma de doações) destinados a financiar tais projetos, sem o estabelecimento de vínculos de investimento¹²⁵⁷.

Tais transações evoluíram, entretanto, para modelos em que tal apelo ao público ocorre a partir de uma relação que pressupõe a expectativa de retorno financeiro baseado no sucesso de uma determinada empresa nascente ou iniciante para a qual se busca financiamento, aproximando-as claramente, em termos de suas características, das ofertas públicas de valores mobiliários, no contexto de operações que passaram a ser conhecida como *equity-crowdfunding*, *investment-based crowdfunding* ou *crowdinvesting*¹²⁵⁸.

Tal realidade embute um importante dilema a ser enfrentado no que diz respeito à conformação do arcabouço regulatório sob o qual tais transações devem ser realizadas, decorrente da já mencionada problemática harmonização entre as políticas regulatórias voltadas à formação de capital por meio do

1257 A esse respeito, S Choi e A. Pritchard afirmam: "*Crowdfunding has its roots outside of the formal capital markets, with the rise of the Internet. The Internet allowed groups of people to pooled their money through websites, such as kickstarter.com, to fund various artistic and other creative endeavors. People typically contributed money without regard to investment return, for projects such as the development of a video game, the filming of documentaries, or the writing of a first novel. In return for their funding, project sponsors typically promised contributors copies of the completed video game, a digital download of the finished documentary film, or first edition copies of their book.*" (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 605). No mesmo sentido, acerca das origens do *crowdfunding*, A. O. Mattos Filho afirma: "*Este é um método razoavelmente novo na busca de capitais de terceiros, com a finalidade de financiar com o dinheiro arrecadado novos empreendimentos, de sorte a permitir que seu fundador possa iniciar a atividade que se propõe. Os recursos arrecadados podem ser aplicados em investimentos que se objetivam sejam lucrativos, mas também podem se destinar ao financiamento de atividades artísticas, políticas ou de benemerência. Os crowdfunding são filhos diretos da informática, na medida em que as ofertas são todas feitas pelos websites hospedados pelos vários portais de comunicação de massa. Aqui só nos interessam os mecanismos destinados a propiciar recursos que impliquem alguma forma de participação em uma aplicação financeira coletiva, a qual é feita com intuito de lucro. Os mercados em geral vivem da comunicação entre os ofertantes e os demandantes de determinado bem. Esse é o preceito básico que governa os atos de nossas vidas. Assim é que todo o sistema de oferta e demanda de valores mobiliários foi construído em função dos mecanismos de oferta e de negociação, bem como, no mesmo sentido, surgiu todo o sistema de controle, fiscalização e punição criado pelo sistema estatal. Mas, se como regra as transações cotidianas prescindem de regramento maior por parte do Estado, quando se adentra a busca de recursos junto ao público poupador a normatização estatal se torna tão mais rígida quanto maior for o universo de potenciais investidores atingíveis.*" (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., v. 2, p. 310-311).

1258 Existem diversas outras modalidades de *crowdfunding* que não envolvem a oferta de valores mobiliários, como, por exemplo: (i) *donation crowdfunding*, em que determinadas pessoas fornecem dinheiro para um determinado projeto ou ideia sem qualquer contrapartida; (ii) *reward crowdfunding*, em que as pessoas que suportaram financeiramente uma ideia ou projeto recebem algum tipo de contrapartida, na forma de um brinde ou recompensa; (iii) *pre-purchase*, em que as pessoas pagam, antecipadamente, por um produto a ser desenvolvido com os recursos angariados; (iv) *Peer-to-peer (P2P) lending*, que se assemelha a um mecanismo de concessão de empréstimo, por meio do qual um investidor financia uma ideia ou projeto e, ao final, recebe o valor emprestado acrescido de juros. Essas outras modalidades de *crowdfunding* não serão objeto de análise no presente trabalho. Para uma abrangente visão de todas as modalidades de *crowdfunding* ver PICHLER, Flavio; TEZZA, Ilaria. *Crowdfunding as a new phenomenon: Origins,, Features and Literature Review*. In: BOTTIGLIA, Roberto; PICHLER, Flavio (ed.). *Crowdfunding for SMEs – A European Perspective*. London: Palgrave Macmillan, 2016, p. 10-12.

mercado de valores mobiliários e aquelas associadas particularmente à proteção aos investidores¹²⁵⁹.

Conforme abordado anteriormente, as políticas regulatórias deliberadamente voltadas a promover a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários usualmente embutem a dispensa, em todo ou em parte, das obrigações e requisitos que, via de regra, são impostos diante dos processos de captação de recursos por meio do apelo à poupança popular.

E, como visto, tal dinâmica, em muitos casos, envolve determinadas contrapartidas, por exemplo, associadas ao estabelecimento de restrições quantitativas e qualitativas quanto aos potenciais participantes dessas operações.

Todavia, as particularidades e características atinentes às transações de *investment-based crowdfunding* impõem a necessidade de se imprimir dinâmica diferentes sob a perspectiva da sua regulação.

Tais operações tradicionalmente envolvem empresas nascente ou iniciantes, que pretendem buscar investidores interessados em prover recursos para o financiamento de suas atividades em contrapartida de uma participação em seus resultados futuros, por meio de amplo apelo realizado por intermédio de plataformas eletrônicas especializadas em intermediar esse tipo de transação, tendo como alvo, inclusive, pessoas comuns e sem sofisticação financeira¹²⁶⁰.

Por outro lado, tais transações não podem submeter-se a requisitos regulatórios exageradamente rigorosos ou que imponham custos impeditivos para os respectivos ofertantes.

¹²⁵⁹ A esse respeito, T. Hazen afirma: "Policymakers continually face the challenge of effectively balancing the benefits of encouraging small business formation against the investor protection goals of the securities laws. Without the crowdfunding exemption that was recently enacted by Congress and signed into law, crowdfunding would not be a viable capital-raising method in light of the costs of complying with securities registration or even the more limited disclosure requirements available under the exemption set forth in SEC Regulation A." (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*, v. 90, 2012, p. 1739. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1954040>>. Acesso em: 03 abr. 2015).

¹²⁶⁰ Acerca de tal modalidade de crowdfunding, A. Hagedorn e A. Pinkwart afirmam: "Crowdinvesting is a subset of crowdfunding, providing a framework with which shares of young companies or projects can be offered to the public. The innovative idea behind it is that anyone can offer investment possibilities if minimum standards are fulfilled and, equally, anyone can invest. Therefore, we define crowdinvesting as: "a financing method for young ventures and other commercial projects that supports the acquisition of equity by coordinating the submission of different forms of shares to an undefined group of possible investors through social virtual communities." Unlike crowdfunding, it concentrates mainly on financing young ventures or commercial projects by equity or mezzanine capital through the issue of shares and thereby requires a legal body. Compared to crowdfunding, participation is generally not rewarded by gifts or material incentives, but by return on investment." (HAGEDORN, Anja; PINKWART, Andreas. The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis. In: BRÜNTJE, Dennis; GAJDA, Oliver. *Crowdfunding in Europe – State of the Art in Theory and Practice*. New York: Springer, 2016, p. 71-72).

Tratam-se, portanto, de operações que, de um lado, merecem tratamento regulatório especial (menos oneroso), mas em relação às quais deve haver, também, ampla liberdade em relação à quantidade e perfil de investidores ofertados, uma vez que seu sucesso depende, via de regra, de sua pulverização junto ao público (em contrário ao que ocorre em relação a vários dos mecanismos alternativos de formação de capital analisados anteriormente, em que a dispensa de atendimento de requisitos regulatórios, bem como os riscos que daí derivam, costumam ser, em alguma medida, compensados pela imposição daquelas restrições quantitativas e qualitativas quanto ao público investidor ofertado)¹²⁶¹.

Não obstante o enorme receio de essas operações revestirem, em verdade, esquemas fraudulentos de captação de recursos – bastante evidenciado no contexto da discussões regulatórias havidas ao redor do mundo em relação à

1261 Nesse sentido, A. Fink afirma: *"It is difficult to perfectly align these two interests, as both sides contain unknown potentialities, the most extreme being the size and influence of the Crowd. We know there will be, as there always is in any industry with multiple transactions, some level of fraud. From the sub-prime crisis to the technology IPO boom to the elusiveness of insider trading, history has proven that regulators will always be a few steps behind the violators. The size and the power of the Crowd, and its willingness to contribute to crowdfunding enterprises are largely unknown, and cannot be understood without an attempt to open the crowdfunding investing doors. Of course, the participation of the Crowd will also largely depend on the enabling framework that is created, and regulators should be careful not to impose burdensome restrictions that kill the Crowd's participation."* (FINK, Andrew. Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act. 2012, p. 32. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2046051>>. Acesso em: 26 nov. 2016). Da mesma forma, S Choi e A. Pritchard afirmam: *"Crowdfunding poses a dilemma for securities regulators. Its explicit goal is to increase capital market access for those companies, typically small and unknown startups, that otherwise would have difficulty getting raising capital. Yet in inviting small and unknown startups, crowdfunding also invites fraudsters and con artists eager to bilk unsophisticated investors of their money. Will disclosures, investor tests, and background checks adequately offset the increased risk of fraud posed by those issuers that self-select themselves into the crowdfunding market (i.e., those issuers unable to raise capital through more traditional means from institutional investors)?"* (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 608). Em linha semelhante, sobre a importância do *crowdfunding* no bojo da política regulatória destinada a aproximar empresas nascentes e iniciantes do mercado de valores mobiliários, A. O. Mattos Filho afirma: *"Ora, a Internet e os crowdfunding subvertem ou têm o condão de ir contra toda a sistemática de controle governamental hoje existente. As eventuais dificuldades, entretanto, não deverão significar que a iniciativa deva ser colocada simplesmente no campo da ilegalidade. Esse é um mecanismo que pode ajudar a consertar as enormes distorções que hoje temos no sistema de capitalização do sistema produtivo, inclusive e principalmente o brasileiro. Claro, desde que conte com um aparato regulatório leve e compatível com as ferramentas da informática e a capacidade de fiscalização da normatização eventualmente estabelecida. Na verdade, a capitalização em massa de pequenos empreendimentos, por pequenos investidores, pode significar um mecanismo a mais para a prática de uma economia de mercado, buscando dar um lugar ao sol ao empreendedorismo ainda desassistido entre nós. Em decorrência do movimento de consolidação do sistema financeiro que se vê, inclusive entre nós, resulta que as corretoras não ligadas aos conglomerados financeiros aguardam, no leito de morte, a hora da partida. Os bancos pequenos e médios encontram cada vez maior dificuldade na obtenção de funding. Como consequência, as emissões somente passam a interessar ao sistema de distribuição a partir de um patamar de valor muito elevado, dados os custos de análise, o trabalho de oferta aos investidores institucionais ou a investidores no exterior (road shows), de registro junto à CVM, custos para ingresso da negociação nos pregões da bolsa de valores, etc. O que disso resulta é que o médio e o pequeno empreendedor não têm acesso aos mecanismos de capitalização de seus empreendimentos via mercado de valores mobiliários."* (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., v. 2, p. 312-313).

regulamentação aplicável¹²⁶² – observa-se que, guardadas as diferenciações de cada modelo regulatório, que serão sucintamente apresentados a seguir, o *investment-based crowdfunding* vem sendo regulamentado a partir de alguns pressupostos comuns, incluindo: (i) limitação do valor das ofertas que podem ser realizadas nesse contexto; (ii) limitação do valor do investimento que pode ser realizado em transações dessa natureza por investidores comuns; (iii) imposição de um conjunto informacional mínimo a ser divulgado no contexto da oferta e posteriormente, em bases eventuais ou periódicas; e (iv) atribuição às plataformas eletrônicas especializadas que atuam na intermediação de tais operações o papel de efetivos *gatekeepers* em relação a essas transações, sujeitas a um regime regulatório inspirado naquele que se aplica aos intermediários que tradicionalmente atuam no mercado de valores mobiliários¹²⁶³.

4.3.5.1. O REGIME NORTE-AMERICANO

No contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, o estabelecimento de um regime regulatório especial para as operações de *investment-based crowdfunding* integrou o pacote de medidas voltadas a incentivar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários implementadas pelo *JOBS Act*, com a inclusão da *Section 4(a)(6)* do *Securities Act de 1933*, consistindo uma das mais comentadas – e controversas – inovações introduzidas por meio de tal reforma.

¹²⁶² Acerca de tais preocupações, T. Hazen afirma: “It is naïve to assume that limiting offerings to small amounts per investor will deter scammers from taking advantage of investors via crowdfunding. Even limiting the exemption to relatively small amounts such as \$250 or \$500 does not mean that there is an insufficient investor-protection stake such that scrutiny is not warranted. Why does a small amount of money from many investors present less of an investor-protection threat than more significant amounts of money from fewer investors? While the argument that the limited risk exposure per investor warrants less regulation may have some surface appeal, a deeper analysis does not support this as the primary basis for a specially tailored exemption, unless the exemption is conditioned on meaningful disclosures to investors. Also, although it is often said that good things come in small packages, fraud can come in small packages, too. Fraud in small packages can be just as effective and damaging to the victims, many of whom may be least able to bear the risk of even a small investment in a speculative business. Investors in crowdfunding offerings are likely to be strangers to the company and, as such, would have no information about the company except that provided by the company or the website where the securities are offered for sale. If anything, the impersonal nature of the Internet would seem to call for more, rather than less, investor protection. Also, the solicitation of small investors is likely to attract more unsophisticated investors who are in need of the investor protection provisions generally found in the securities laws. It also is likely to attract investors with limited funds who cannot tolerate high investment risk, even for small amounts of money. Furthermore, if an overly permissive crowdfunding exemption were recognized, what is to prevent scammers from repeatedly going to the same investors for purportedly different investments? Even putting aside scammers who are trying to bilk the public, crowdfunding offers the potential for raising large amounts of money, warranting the mandatory disclosure that is required by the federal securities laws.” (HAZEN, Thomas Lee. Op. cit., p. 1765-1766).

¹²⁶³ Cf. GABISON, Garry. *Understanding Crowdfunding and its Regulations*. JRC Science and Policy Report, 2015, p. 20-25. Disponível em: <<http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>>. Acesso em: 26 nov. 2016.

eletrônica¹³⁰⁸. Não obstante a dispensa em relação à elaboração de um prospecto, o emissor dos instrumentos ofertados deve disponibilizar um documento reunindo informações essenciais acerca do investimento em questão¹³⁰⁹.

Em relação aos limites de investimento por investidor, o regramento contempla três hipóteses diversas: (i) EUR 10 mil, caso o investidor possua ativos em valor igual ou superior a EUR 100 mil; (ii) duas vezes a renda mensal do investidor, limitado a EUR 10 mil, caso o investidor possua ativos em valor inferior a EUR 100 mil; e (iii) EUR 1 mil, caso o investidor não declare o valor de seus ativos¹³¹⁰. Tais limites se aplicam a cada oferta realizada, e não ao valor agregado de investimento em tal modalidade¹³¹¹.

Ademais, as plataformas especializadas são, por lá, responsáveis apenas por controlar os limites de investimento acima descritos, devendo registrar-se perante o regulador¹³¹².

4.3.5.3. O REGIME BRASILEIRO

No Brasil, as captações de recursos junto ao público investidor por meio de operações de *investment-based crowdfunding* passaram a se desenvolver a partir de 2014, com o surgimento, por aqui, de plataformas especializadas em tais transações, motivando, posteriormente, a edição da Instrução CVM nº 588/17, que regulamenta tais operações¹³¹³.

Tais operações, até então, ocorriam essencialmente em respaldo das já comentadas hipóteses de dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de microempresas e empresas de pequeno porte então previstas na Instrução CVM nº 400/03¹³¹⁴ – limitadas ao montante de R\$2,4 milhões a cada período de doze meses – e da respectiva hipótese de dispensa de registro desses emissores contemplada na Instrução CVM nº 480/09¹³¹⁵, restritas, portanto, às empresas que se enquadram em tal definição, nos termos da Lei Complementar nº 123/2006.

A estrutura jurídica sob a qual tais transações ocorriam anteriormente à regulamentação acima referida foi estabelecida a partir de consultas formuladas pelas respectivas plataformas à CVM e envolviam essencialmente a oferta de contratos de investimento coletivo qualificados como títulos de dívida con-

1308 Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 7.

1309 Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 8.

1310 Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 9.

1311 Ibidem.

1312 Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 7.

1313 Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Editais de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

1314 Cf. artigo 5º, III da Instrução CVM nº 400/03.

1315 Cf. artigo 7º, IV e V da Instrução CVM nº 480/09.

versível, cuja conversibilidade em participação societária sujeitava-se à transformação da sociedade empresária ofertante (via de regra constituída como uma sociedade limitada) em uma sociedade por ações¹³¹⁶.

Patente, portanto, que a ausência de tipos societários capazes de viabilizar tais transações – que embutem, em essência, títulos representativos de participação em um determinado empreendimento – acabaram por, também aqui, – se não como pré-requisito para a realização de tais operações, como uma potencial obrigação subsequente capaz de impor importantes custos e amarras estruturais a tais empresas, conforme já explorado.

Ademais, anteriormente à edição da Instrução CVM nº 588/17, as plataformas especializadas em promover tais operações, que, como visto, exercem papel de *gatekeepers* no contexto das operações de *investment-based crowdfunding* no exterior, ainda não estavam sujeitas a nenhum tipo de regulamentação específica¹³¹⁷.

O crescimento de tais transações no contexto brasileiro, a limitada incidência das hipóteses de dispensa de registro de oferta e de emissores de valores mobiliários acima descritas, bem como a ausência de um regime próprio

1316 Em boa descrição sobre o funcionamento de tal estrutura de investimento, L. Mendes afirma: “O investidor no âmbito do *crowdfunding* deverá aguardar a transformação do tipo societário da empresa emissora de sociedade empresária de responsabilidade limitada para uma sociedade por ações. Caso a empresa emissora não promova os atos necessários para a efetivação da referida transformação, os titulares dos TICs não se tornarão acionistas da empresa emissora. Isso sugere que a conversibilidade dos TICs em ações não assegura que haverá a transformação do tipo societário em sociedade por ações.” (MENDES, Leilani Dian. *Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil: Um estudo de caso da plataforma 'online' da Broota Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016, p. 118).

1317 Em conclusão de detalhada análise acerca da natureza de tais plataformas no regime jurídico-regulatório brasileiro, L. Mendes afirma: “A partir das duas hipóteses de pesquisas formuladas para desenvolver o presente trabalho, foi possível identificar que a plataforma online de *crowdfunding* não possui a qualificação jurídica nem de mercado de balcão organizado nem de mercado de balcão não organizado. Essa conclusão se deu principalmente em razão dos seguintes aspectos nas atividades da plataforma online de *crowdfunding*, identificados até o momento: (i) a permissão exclusiva de colocação de valores mobiliários, ou seja, a plataforma online de *crowdfunding* permite apenas a colocação primária de valores mobiliários; (ii) a inexistência de um mercado secundário para a negociação de valores mobiliários provido pela plataforma online; (iii) a inexistência de serviços de intermediação financeira, não havendo nenhum tipo de administração ou controle financeiro em razão dos valores mobiliários negociados na plataforma online; e (iv) a inexistência de guarda ou transferência dos valores mobiliários negociados pela plataforma online. Tais aspectos identificados sugerem que a plataforma online de *crowdfunding* fornece apenas um ambiente virtual em que empresas nascentes possam realizar ofertas públicas de valores mobiliários e que investidores possam investir em tais ofertas públicas. (...) Portanto, partindo da premissa de que a plataforma online de *crowdfunding* fornece um ambiente virtual de encontro entre empreendedores que possuem o interesse de realizar ofertas públicas e investidores que têm o interesse em investir, é possível sugerir duas qualificações jurídicas possíveis: (i) agente no âmbito do contrato de agência; e (ii) mediadora no âmbito do contrato de mediação. Adicionalmente, uma qualificação jurídica a ser proposta pela CVM, em que se enquadraria como um novo integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.” (MENDES, Leilani Dian. Op. cit., p. 110-113).

aplicável às plataformas de *investment-based crowdfunding*, inclusive no tocante aos deveres e obrigações inerentes à sua atuação no contexto de tais transações, motivaram a proposta de regulamentação da matéria pela CVM¹³¹⁸.

A Instrução CVM nº 588/17 manteve a limitação (embora alargada) relativa aos critérios de elegibilidade dos emissores autorizados a ofertar valores mobiliários em operações de *investment-based crowdfunding*, restritas às empresas que se qualifiquem como “sociedade empresária de pequeno porte”. Para os efeitos da norma, tal qualificação abrange as sociedades empresárias com receita bruta anual inferior a R\$10 milhões e que não sejam registradas como emissor de valores mobiliários na CVM¹³¹⁹. Tais emissores poderão captar até R\$ 5 milhões por meio de *investment-based crowdfunding*¹³²⁰.

A esse respeito, a CVM alegou que a ampliação proposta em relação à elegibilidade para as operações de *investment-based crowdfunding*, em comparação aos critérios aplicáveis à qualificação como microempresa ou empresa de pequeno porte, seria suficiente para permitir a utilização de tal mecanismo de captação por parte de um número maior de empresas nascentes ou iniciantes¹³²¹.

Importante notar que a proposta inicial submetida pela CVM a audiência pública previa, na hipótese de o ofertante ser constituído como uma sociedade limitada, a vedação em relação à possibilidade de oferta das respectivas quotas representativas de participação societária¹³²².

Tal vedação, *per se*, parecia injustificada, na medida em que retiraria a autonomia dos agentes envolvidos em relação à formatação da estrutura da operação e acabaria por impor arranjos que pressupõem a prematura transformação

1318 A respeito dos motivadores de tal proposta, afirmou a CVM: “A CVM considera que a regulamentação de um mercado online desta modalidade de investimento tende a facilitar a formação de capital de empreendedores de pequeno porte e, ao mesmo tempo, proteger o investidor sem coibir o crescimento e o desenvolvimento desta atividade. Assim, na elaboração deste novo arcabouço regulatório, buscou-se aproveitar a transparência, a velocidade e a escala que os avanços tecnológicos e a internet possibilitam à condução dos negócios, incluindo o financiamento de empresas em seus estágios iniciais. Portanto, a proposta mantém o regime de dispensa automática de registro tanto da oferta como do emissor, trazendo simplicidade e celeridade para os empreendedores, outro elemento fundamental da proposta. Finalmente, a atuação das plataformas nas ofertas, ainda que em ofertas dispensadas de registro, não se encontra hoje regulamentada. Assim, buscou-se eliminar esta insegurança jurídica, uma vez que este novo ator tem papel essencial na aproximação entre empreendedores de pequeno porte e uma ampla gama de investidores. Portanto, a proposta de regulamentação contempla o registro de tais plataformas junto à CVM, o que fortalecerá a sua atuação restrita e pontual como participante do sistema de distribuição de valores mobiliários na distribuição deste tipo de oferta, sendo essa mais uma inovação fundamental da Minuta.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016. 2016, p. 4-5. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

1319 Cf. artigo 2º, III da Instrução CVM nº 588/17.

1320 Cf. artigo 3º, I da Instrução CVM nº 588/17.

1321 Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016. 2016, p. 10. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

1322 Cf. artigo 3º, §7º, II da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

da empresa em sociedade por ações¹³²³. Todavia, em considerações às críticas recebida durante o processo de audiência pública, a CVM optou por retirar tal vedação da versão final da Instrução CVM nº 588/17 – que, portanto, admite a oferta de quotas de sociedades limitadas – reconhecendo a inconveniência associada à rigidez da proposta inicial da autarquia¹³²⁴.

Não obstante a importante iniciativa nessa seara, cumpre destacar, como visto, que a disciplina das sociedades limitadas é dotada, por aqui, de excessiva rigidez – especialmente diante da impossibilidade de emissão de quotas sem direito a voto ou com direitos políticos diferenciados e do regime cogente de quóruns de deliberação – o que também retira sua atratividade enquanto veículo para tais operações. Ressalta-se, portanto, a ausência, no ordenamento brasileiro, de um tipo societário capaz de propiciar, de maneira eficiente, a utilização desse mecanismo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Em relação ao limite de investimento, a Instrução CVM nº 588/17 estabelece, como regra geral, que cada investidor poderá aplicar até R\$10 mil reais em ofertas dessa natureza, considerando, em tal cômputo, todas as ofertas das quais participe em quaisquer plataformas¹³²⁵, exceto na hipótese de (i) investidores qualificados¹³²⁶ e investidores que atuam como líderes em sindicatos de investimento relativos a essas operações, que não estarão sujeitos a quaisquer limites¹³²⁷; e (ii) pessoas que tenham renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimentos superior a R\$100 mil, que poderão investir até dez por cento do maior desses dois valores¹³²⁸. Trata-se, portanto, de solução semelhante à norte-americana, notadamente mais restrita que aquela verificada nos mercados europeus, sobretudo no que diz respeito ao limite global de investimento em diversas operações realizadas por meio de plataformas eletrônicas distintas.

¹³²³ No bojo do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016, a CVM justificou tal restrição alegando que a sociedade limitada “*não é a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*, p. 5. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

¹³²⁴ A esse respeito de tal mudança, esclareceu a CVM: “*Em linha com os argumentos apresentados, a CVM optou pela retirada dos incisos I e II do § 7º do art. 3º. Não se considerou conveniente impor uma obrigação regulatória de que o emissor deva se transformar em S.A. por ocasião da conversão dos títulos. A razão para isso é ele pode não ter ainda o porte adequado para tanto e a própria conversão obrigatória ser prejudicial a ele e, conseqüentemente, aos investidores. Nesse sentido, caberá aos investidores decidir acerca da conveniência de se realizar a conversão, considerando os riscos de se ingressar no capital de uma sociedade limitada, de um lado, e suas perspectivas de crescimento e geração de resultados, de outro.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório de Análise – Edital de Audiência Pública nº 06/2016 – Processo CVM nº RJ-2013-11877*, p. 44-45. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 08 abr. 2018).

¹³²⁵ Cf. artigo 4º da Instrução CVM nº 588/17.

¹³²⁶ Cf. artigo 9-B da Instrução CVM nº 539/13.

¹³²⁷ Cf. artigo 4º, I e II da Instrução CVM nº 588/17.

¹³²⁸ Cf. artigo 4º, III da Instrução CVM nº 588/17.

Adicionalmente, reconhecendo que as funções desempenhadas pelas plataformas no contexto de tais operações são assemelhadas, em alguma medida, àquelas exercidas pelos participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, a norma contempla a obrigação de registro de tais plataformas perante a CVM¹³²⁹ e a sujeição desses agentes a diversas exigências regulatórias¹³³⁰ – inclusive capital social integralizado de, no mínimo, R\$100 mil¹³³¹ –, bem como deveres e responsabilidades relativos às ofertas que ocorrem em seus ambientes¹³³², inclusive no que diz respeito à verificação dos critérios de elegibilidade dos emissores¹³³³, dos limites de investimento¹³³⁴, bem como em relação à veracidade, consistência, precisão e suficiência das informações divulgadas pelos emissores que ofertam valores mobiliários por seu intermédio¹³³⁵.

A Instrução CVM nº 588/17 detalha, ainda, os procedimentos a serem observados na condução dessas ofertas públicas¹³³⁶, inclusive a obrigatoriedade de que todos os esforços de venda em relação à mesma ocorram em ambiente virtual e exclusivamente por meio da plataforma eletrônica¹³³⁷.

A norma prescreve, ainda, o conteúdo informacional mínimo para a realização da oferta¹³³⁸, bem como um conjunto de informações periódicas e eventuais que deverão ser divulgadas, em bases recorrentes, posteriormente à realização da mesma¹³³⁹.

A esse respeito, cumpre destacar que a proposta inicial submetida pela CVM a audiência pública previa que as informações relativas à oferta deveriam estar disponíveis na página da plataforma na rede mundial de computadores, sem restrições de acesso ao público em geral¹³⁴⁰.

Tal requisito ensejou grandes preocupações no bojo do processo de audiência pública. Isso porque a exigência de ampla divulgação das informações relativas aos negócios de uma empresa nascente ou iniciante poderia acabar por revelar aspectos importantes de sua estratégia comercial ao público em geral, o que representaria um grande desestímulo, por parte de empresas inovadoras, ao uso do *investment-based crowdfunding* como fonte de financiamento de suas atividades.

1329 Cf. artigo 12 da Instrução CVM nº 588/17.

1330 Cf. artigo 13 da Instrução CVM nº 588/17.

1331 Cf. artigo 13, §1º, I, da Instrução CVM nº 588/17.

1332 Cf. artigo 19 da Instrução CVM nº 588/17.

1333 Cf. artigo 19, I, "a" da Instrução CVM nº 588/17.

1334 Cf. artigo 4º, parágrafo único da Instrução CVM nº 588/17.

1335 Cf. artigo 19, I, "b" da Instrução CVM nº 588/17.

1336 Cf. artigo 5º da Instrução CVM nº 588/17.

1337 Cf. artigo 11 e 28, I da Instrução CVM nº 588/17.

1338 Cf. artigo 8 da Instrução CVM nº 588/17.

1339 Cf. artigo 20, §1º da Instrução CVM nº 588/17.

1340 Cf. artigo 8º da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

Evidente que a divulgação de informações sensíveis acerca de seu negócio representa um dos principais custos indiretos decorrentes do regime informacional obrigatório no âmbito do mercado de valores mobiliários¹³⁴¹. E não obstante tal custo invariavelmente se imponha a qualquer empresa que acesse tal mercado, que seu impacto é potencialmente maior para empresas em estágio inicial de desenvolvimento, cujo valor decorre, muitas vezes, de sua capacidade de inovação.

Sensível a tal argumento, a CVM optou, na versão final da Instrução CVM nº 588/17, por permitir que as plataformas estabeleçam critérios para o acesso às informações relativas às ofertas conduzidas por seu intermédio (e.g. limitado a investidores previamente cadastrados)¹³⁴².

A Instrução CVM nº 588/17 estabelece, também, algumas restrições relativas à livre pactuação dos arranjos políticos e econômicos subjacentes às relações de investimento estabelecidas por meio de *investment-based crowdfunding*.

A esse respeito, a norma estabelece que as plataformas devem assegurar que seja garantido aos investidores, no bojo de tais operações, (i) o direito de conversão, conforme sua manifestação, dos valores mobiliários até a data de seu vencimento, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida con-

¹³⁴¹ A esse respeito, afirmamos: “Em primeiro lugar, há de se reconhecer que a divulgação de informações consideradas sensíveis ou estratégicas, não obstante sua utilidade com relação à avaliação dos fundamentos econômicos do emissor (e, conseqüentemente, à tomada de decisão de investimento e à precificação dos seus valores mobiliários) pode gerar custos significativos ao emissor (e, conseqüentemente, aos seus investidores, enquanto titulares indiretos desses custos), na medida em que podem representar (i) uma grande desvantagem competitiva com relação ao desenvolvimento de determinados produtos ou serviços, ou à adoção de uma determinada estratégia empresarial; e (ii) um desincentivo natural à busca pela inovação, uma vez que o emissor será obrigado a divulgar informações que tornarão seu retorno efetivamente menor.” (PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 172).

¹³⁴² Cf. artigo 8º da Instrução CVM nº 588/17. A esse respeito, esclareceu a CVM: “Contudo, a CVM é sensível aos argumentos trazidos no tocante à possível seleção adversa, que poderia afastar do mecanismo de crowdfunding aqueles empreendedores que representam boas oportunidades de investimento, mas que não desejam dar ampla publicidade aos seus projetos e empreendimentos, inclusive a potenciais concorrentes. Poder-se-ia argumentar que isso também se aplica às ofertas de valores mobiliários tradicionais, mas não é possível fazer tal equiparação. A principal razão é de valores mobiliários tradicionais usualmente envolvem emissores já constituídos porque as ofertas de valores mobiliários tradicionais usualmente envolvem emissores já constituídos e estabelecidos nos seus respectivos ramos de negócio e que, não raramente, representam marcas e conhecidas do público investidor. Isso não ocorre, contudo, no caso das sociedades empresárias de pequeno porte, que são os destinatários dessa norma. Esses empreendedores estão em seus estágios iniciais de desenvolvimento, muitas vezes ainda na fase de teste de protótipo ou validação de seus produtos e modelo de negócio. Neste caso, certamente a confidencialidade de determinadas informações é um bem muito mais valioso. A discussão sobre esse tema fez a CVM optar pela mesma abordagem de outros pontos da norma e deixar a definição do grau de abertura das informações a cargo da plataforma. Assim, as plataformas poderão escolher se deixarão as informações públicas para todo e qualquer usuário da Internet, disponíveis para aqueles investidores já cadastrados na plataforma ou, ainda, disponíveis para determinados grupos de investidores dentro de sua base cadastral, em função de características como o interesse por um ramo específico de negócio, por exemplo.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Relatório de Análise – Edital de Audiência Pública nº 06/2016 – Processo CVM nº RJ-2013-11877, p. 65-66. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 08 abr. 2018).

versíveis¹³⁴³; (ii) a proibição de resgate antecipado sem anuência do credor, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis¹³⁴⁴; (iii) na hipótese de alienação de controle da empresa, o direito de alienação da participação societária na sociedade empresária ao adquirente do controle, nos mesmos termos e por igual preço àquele oferecido ao controlador¹³⁴⁵; e (iv) na hipótese de alienação, de todo ou parte do investimento do investidor líder, o direito de alienação do investimento dos apoiadores do sindicato ao adquirente do investimento do líder, nos mesmos termos e por igual preço àquele oferecido ao líder¹³⁴⁶.

Evidente que tais imposições almejam conferir maior grau de proteção ao investimento realizado por meio de *investment-based crowdfunding*, haja vista que, por sua natureza, tais operações tendem a contar com a participação em massa de investidores comuns, que, *a priori*, careceriam de maior proteção. Todavia, cumpre refletir sobre a conveniência de tal imposição, uma vez que acaba por retirar a possibilidade de eventuais outros arranjos políticos e econômicos em relação às matérias acima elencadas que possam ser queridos por empreendedores e investidores, sobretudo nas operações que contam com a participação de sindicatos de investimento e investidores líderes, que reúnem perfeitas condições técnicas para negociar com os ofertantes as melhores condições para realização do investimento.

A esse respeito, a Instrução CVM nº 588/17 estabeleceu um regramento para a atuação dos chamados sindicatos de investimento participativo¹³⁴⁷ e dos investidores líderes¹³⁴⁸ no contexto das operações de *investment-based crowdfunding*, diante da tendência mundial nessa seara, que passou a se verificar, recentemente, também por aqui.

Nesse modelo, a captação dos recursos a serem aplicados em empresas nascentes ou iniciantes é conduzido por um investidor líder especializado nesse tipo de investimento (como, por exemplo, é o caso dos chamados investidores anjo), que busca atrair, por meio da formação de um veículo próprio (conhecido como sindicato de investimento), interessados em acompanhá-lo no investimento em uma determinada empresa, a seu ver, promissora¹³⁴⁹.

1343 Cf. artigo 19, I, "d" da Instrução CVM nº 588/17.

1344 Cf. artigo 19, I, "e" da Instrução CVM nº 588/17.

1345 Cf. artigo 19, I, "f" da Instrução CVM nº 588/17.

1346 Cf. artigo 19, I, "h" da Instrução CVM nº 588/17.

1347 Cf. artigos 32 a 34 da Instrução CVM nº 588/17.

1348 Cf. artigos 35 a 37 da Instrução CVM nº 588/17.

1349 Sobre tal mecânica, A. Agrawal, C. Catalini e A. Goldfarb afirmam: "*Equity crowdfunding syndicates involve lead investors bringing deals to a crowd of backers. Such syndicates have the potential to address this information problem and unleash the power of the internet on market failures in angel investing. They combine the global reach capability of the online world with the face-to-face due diligence and monitoring abilities of the offline world. Furthermore, the syndicate structure allows*

Por essa mecânica, o investidor que lidera tal sindicato compartilha, por meio da plataforma eletrônica especializada, seu conhecimento e suas visões acerca da empresa em questão – inclusive em função de avaliações e diligências que tenha realizado –, fazendo jus, em contrapartida, a uma taxa de desempenho na hipótese de sucesso do investimento¹³⁵⁰.

Tal estrutura acaba por reduzir substancialmente os potenciais efeitos negativos da assimetria informacional que invariavelmente se impõe entre ofertante e investidores nesse tipo de transação, na medida em que um determinado investidor especializado se dispõe a arriscar sua reputação ao indicar investimentos que, na sua visão, são promissores¹³⁵¹.

Nota-se, inclusive, que a grande maioria das operações de *investment-based crowdfunding* bem-sucedidas ao redor do mundo têm contado com a participação de sindicatos de investimento desse natureza¹³⁵².

Sob a perspectiva operacional, nesse modelo, o público investidor investe, em verdade, em uma sociedade de propósito específico gerida pelo investidor líder, por meio da qual se estrutura tal sindicato, que, por sua vez, aporta os recursos na empresa a ser investida, tornando-se sócia daquela.

Embora tais mecânicas sejam utilizadas em diversos países – especialmente nos Estados Unidos da América – não há, na experiência internacional, regulamentação específica acerca da atuação de tais investidores líderes no contexto desses sindicatos, que, via de regra, por limitar a participação a investidores sofisticados, enquadram-se naquelas mesmas hipóteses de dispensa

platforms to provide financial incentives to individuals for solving the information problem through the implementation of a "carry." (Carried interest is a fraction of the profits earned on capital invested by the other members of the syndicate.) (AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. *Are Syndicates the killer app of equity-crowdfunding?* MIT Sloan Research Paper No. 5126-15. 2015, p. 1. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2569988>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

¹³⁵⁰ Cf. AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Op. cit., p. 1.

¹³⁵¹ Cf. AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Op. cit., p. 2.

¹³⁵² Sobre tal mecânica, A. Agrawal, C. Catalini e A. Goldfarb afirmam: "Syndicates employ a market design feature that enables a division of labor among investors. Lead investors conduct due diligence and monitor progress on behalf of other investors. Syndicates are designed such that lead investors endure a reputational and financial penalty for poor performance and enjoy reputational and financial rewards for good performance. Entrepreneurs face a reputational cost within their professional network if they fail to deliver results to the lead. This aligns the incentives of leads, backers and entrepreneurs in a manner that directly addresses information asymmetry problems. Overall, angel investing is traditionally highly localized due to three central costs that increase with distance. The first is general awareness of the deal. It is costly to learn about early-stage deals located outside of one's locality, especially when ventures are prohibited from advertising private placements due to general solicitation regulations. The second is transaction costs. The overhead associated with small, ad hoc equity investment transactions increases with added communication and delivery costs. Third, the due diligence necessary to address the information asymmetry problems discussed above requires face-to-face interactions between investors and founders, and thus the cost increases with distance between the investor and the venture." (AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Op. cit., p. 5).

de registro que se aplicam aos mecanismos alternativos de formação de capital naquele país¹³⁵³.

Não obstante tal realidade, e também em função do anseio de permitir a participação de investidores de varejo em tais sindicatos, a Instrução CVM nº 588/17, disciplina detalhadamente a formação e atuação desses veículos e dos seus investidores líderes¹³⁵⁴, sobretudo com a intenção de afastar a atuação dos mesmos daquelas típicas dos gestores, consultores ou analistas de valores mobiliários¹³⁵⁵.

Em relação ao veículo de investimento constituído para viabilizar o sindicado, a Instrução CVM nº 588/17 estabelece que (i) cada veículo fique restrito à participação em apenas uma oferta, sendo vedada a aquisição de valores mobiliários de emissão de mais de uma empresa¹³⁵⁶; (ii) o veículo não pode expor os investidores apoiadores a riscos adicionais aos que estes incorreriam quando investindo individualmente na mesma oferta, nem tampouco a risco de crédito diferente daquele da sociedade empresária investida¹³⁵⁷; (iii) seja garantido tratamento equitativo a todos os investidores apoiadores que aderiram ao veículo, que deve dispor de regras de governança adequadas que permitam a participação dos investidores apoiadores na hipótese de necessidade de deliberações referentes à empresa investida ou aos valores mobiliários por esta emitidos¹³⁵⁸; (iv) na hipótese de conversão ou de alienação do investimento realizado pelo veículo, seja garantido aos investidores apoiadores, individualmente, o direito

1353 Conforme explorado no item 4.3.3 acima.

1354 Sobre tal opção, esclareceu a CVM: "Foi observado, ainda, que o investimento não é feito diretamente na empresa, mas indiretamente por meio de uma sociedade de propósito específico - SPE, que é criada especificamente para cada investimento. A SPE é, portanto, um veículo de investimento coletivo que consolida o montante disponibilizado pelos investidores e realiza o investimento na empresa. Os investidores devem estar atentos para o fato que a estrutura do sindicato, por ser uma sociedade empresária, possui custos adicionais. Além disso, se houver ganho de capital com o investimento, há uma taxa de sucesso a ser paga ao investidor líder. Possivelmente, uma das maiores dificuldades enfrentadas pela CVM ao ponderar sobre a viabilidade da introdução do modelo do sindicato liderado por um investidor na proposta de regulamentação do investment-based crowdfunding é o fato da atuação do líder se aproximar de funções típicas de participantes de mercado, como o consultor de valores mobiliários, o analista de valores mobiliários, o agente fiduciário e o gestor de carteiras de valores mobiliários, todas atividades reguladas por esta Comissão. Outra dificuldade encontrada pela CVM na apreciação dessa estrutura foi o fato de não terem sido identificadas na experiência internacional plataformas que, em seu modelo de negócio, permitam que investidores de varejo possam acessar ofertas dos sindicatos. Ao manter as ofertas restritas a investidores qualificados e ao restringir, por exemplo, o número máximo de investidores num dado sindicato, tais plataformas operam num regime que não atrai a atuação de reguladores como a Securities and Exchange Commission - SEC dos EUA e todas as exigências do arcabouço regulatório local aplicável." (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 18. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

1355 Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 19-20. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

1356 Cf. artigo 31, I da Instrução CVM nº 588/17.

1357 Cf. artigo 31, II e III da Instrução CVM nº 588/17.

1358 Cf. artigo 31, IV e V da Instrução CVM nº 588/17.

de escolher receber os valores mobiliários ou os recursos recebidos pelo veículo, exceto pela parcela correspondente à taxa de desempenho devida ao investidor líder e à plataforma, se for o caso¹³⁵⁹.

Em relação à participação de um investidor líder, a Instrução CVM nº 588/17 estabelece que tal investidor deve apresentar sua tese de investimento pessoal expondo as justificativas para a escolha da empresa, de modo a auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão de investimento¹³⁶⁰.

Nos termos da norma, o investidor líder pode atuar das seguintes formas: (i) junto à empresa, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso do negócio¹³⁶¹; e (ii) como interlocutor entre a empresa e o sindicato de investimento participativo, sempre de maneira alinhada com o interesse dos investidores do sindicato¹³⁶².

Ademais, o investidor líder (i) não pode deter, anteriormente à oferta, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis, participação superior a vinte por cento do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública¹³⁶³; (ii) deve realizar investimento de recursos próprios na empresa em valor equivalente a pelo menos cinco por cento do valor alvo mínimo de captação na oferta pública e nos mesmos termos dos demais investidores apoiadores do sindicato¹³⁶⁴.

Nota-se, portanto, a preocupação por parte do regulador de antever uma gama de potenciais riscos inerentes a tal modalidade de investimento e a opção de buscar sua mitigação por meio da imposição de um conjunto substancial de limitações e restrições à conformação de tais arranjos de investimento. Evidente que o sucesso de tal iniciativa apenas poderá ser mensurado a partir da aplicação prática da norma editada ao longo do tempo¹³⁶⁵.

¹³⁵⁹ Cf. artigo 31, VI da Instrução CVM nº 588/17.

¹³⁶⁰ Cf. artigo 35, §1º da Instrução CVM nº 588/17.

¹³⁶¹ Cf. artigo 35, §3º, I da Instrução CVM nº 588/17.

¹³⁶² Cf. artigo 35, §3º, II da Instrução CVM nº 588/17.

¹³⁶³ Cf. artigo 36, I da Instrução CVM nº 588/17.

¹³⁶⁴ Cf. artigo 36, II da Instrução CVM nº 588/17.

¹³⁶⁵ Em março de 2018 existiam seis plataformas registradas perante a CVM. (Fonte: CVM. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html>. Acesso em: 06 abr. 2018.) Até o final de 2017, duas plataformas foram utilizadas para a realização de 4 operações de *investment-based crowdfunding* nos termos da Instrução CVM nº 588/17, em volume total de R\$ 2 milhões. Fonte: CVM. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Relatorio-anual-de-ofertas-encerradas.html>. Acesso em: 06 abr. 2018.)