

# Cadernos FGV DIREITORIO

## Série Clínicas

Educação e Direito - Volume 10 - 2019

Tema: Cartilha do *Crowdfunding* de Investimento  
à luz da Instrução CVM nº 588/2017



**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários  
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

 **FGV DIREITO RIO**

# Cadernos **FGV DIREITORIO** Série Clínicas

Educação e Direito — V. 10 — Rio de Janeiro — 2019

APRESENTAÇÃO DOS CADERNOS FGV DIREITO RIO  
SÉRIE CLÍNICAS  
André Mendes

INTRODUÇÃO — Cartilha do *Crowdfunding* de Investimento:  
mais conhecimento, melhores decisões  
André Mendes

VISÃO DA CLÍNICA: LAMCA — LABORATÓRIO DE  
ASSESSORIA JURÍDICA AO MERCADO DE CAPITAIS  
MERCADO DE CAPITAIS 3.0: *CROWDFUNDING*, *FINTECHS* &  
*SANDBOX*: CAPITALIZAÇÃO DE *STARTUPS* E SOCIEDADES  
EMPRESÁRIAS DE PEQUENO PORTE NO BRASIL A PARTIR  
DA REGULAÇÃO DO FINANCIAMENTO COLETIVO  
Carlos Augusto Junqueira

VISÃO DO PARCEIRO — CVM  
*CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO: SOLUÇÕES  
REGULATÓRIAS PARA AUMENTAR A COMPETITIVIDADE  
DO MERCADO DE CAPITAIS  
Superintendência de Proteção e Orientação  
aos Investidores — SOI  
Comissão de Valores Mobiliários — CVM

CARTILHA DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO  
À LUZ DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017  
Clínica LAMCA — Laboratório de Assessoria Jurídica ao  
Mercado de Capitais  
Supervisor da Clínica — Carlos Augusto Junqueira

Edição produzida pela FGV Direito Rio

Praia de Botafogo, 190 | 13º andar  
Rio de Janeiro | RJ | Brasil | CEP: 22.250-900  
55 (21) 3799-5445  
[www.fgv.br/direitorio](http://www.fgv.br/direitorio)

**CADERNOS FGV DIREITO RIO – SÉRIE CLÍNICAS**

**CARTILHA DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO  
À LUZ DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017**

EDIÇÃO FGV DIREITO RIO

Obra Licenciada em Creative Commons

Atribuição — Uso Não Comercial — Compartilhamento pela mesma Licença



Impresso no Brasil

Fechamento da 1ª edição em dezembro de 2019

Este livro consta na Divisão de Depósito Legal da Biblioteca Nacional.

*Este material, seus resultados e conclusões são de responsabilidade dos autores e não representam, de qualquer maneira, a posição institucional da Fundação Getúlio Vargas / FGV Direito Rio.*

Organização: André Pacheco Teixeira Mendes

Produção executiva: Rodrigo Vianna, Sérgio França e Thaís Mesquita

Capa: FGV Direito Rio

Diagramação: Leandro Collares — Selênia Serviços

1ª revisão: Márcia Glenadel

2ª revisão: Antônio Prazeres

Ficha catalográfica elaborada pela  
Biblioteca Mario Henrique Simonsen / FGV

Cartilha do *crowdfunding* de investimento à luz da instrução CVM nº 588/2017 / Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. - Rio de Janeiro : FGV Direito Rio, 2019.  
80 p. - (Cadernos FGV Direito Rio. Clínicas. Educação e direito; 10)

Conteúdo: Junqueira, Carlos Augusto. Visão da clínica: LAMCA – Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais. Mercado de capitais 3.0 : *crowdfunding, fintechs & sandbox* : capitalização de *startups* e sociedades empresárias de pequeno porte no Brasil a partir da regulação do financiamento coletivo - Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores - SOI, Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Visão do parceiro: *Crowdfunding* de investimento: soluções regulatórias para aumentar a competitividade do mercado de capitais -LAMCA – Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais. Cartilha do *crowdfunding* de investimento à luz da instrução CVM nº 588/2017.

ISBN: 978-85-9597-038-0

1. Direito. 2. *Crowdfunding*. 3. Investimentos. 4. Financiamento. 5. Mercado de capitais. I. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. II. Série.

CDD — 341.38

## SUMÁRIO

<b>APRESENTAÇÃO DOS CADERNOS FGV DIREITO RIO – SÉRIE CLÍNICAS</b>	<b>7</b>
ANDRÉ MENDES	
<b>INTRODUÇÃO – CARTILHA DO <i>CROWDFUNDING</i> DE INVESTIMENTO: MAIS CONHECIMENTO, MELHORES DECISÕES</b>	<b>9</b>
ANDRÉ MENDES	
<b>VISÃO DA CLÍNICA: LAMCA – LABORATÓRIO DE ASSESSORIA JURÍDICA AO MERCADO DE CAPITAIS “MERCADO DE CAPITAIS 3.0: <i>CROWDFUNDING, FINTECHS &amp; SANDBOX</i>”: CAPITALIZAÇÃO DE <i>STARTUPS</i> E SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DE PEQUENO PORTE NO BRASIL A PARTIR DA REGULAÇÃO DO FINANCIAMENTO COLETIVO</b>	<b>13</b>
CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA	
<b>VISÃO DO PARCEIRO – CVM <i>CROWDFUNDING</i> DE INVESTIMENTO: SOLUÇÕES REGULATÓRIAS PARA AUMENTAR A COMPETITIVIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS</b>	<b>27</b>
SUPERINTENDÊNCIA DE PROTEÇÃO E ORIENTAÇÃO AOS INVESTIDORES – SOI COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM	
<b>CARTILHA DO <i>CROWDFUNDING</i> DE INVESTIMENTO À LUZ DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017</b>	<b>33</b>
CLÍNICA LAMCA – LABORATÓRIO DE ASSESSORIA JURÍDICA AO MERCADO DE CAPITAIS SUPERVISOR DA CLÍNICA – CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA	



## APRESENTAÇÃO DOS CADERNOS FGV DIREITO RIO — SÉRIE CLÍNICAS

Certa vez, em uma conversa com um amigo cineasta, ele comentou: *se os roteiros que eu escrevi não tivessem virado filmes, eles jamais teriam sido lidos*. Se assim é, os trabalhos produzidos pelos alunos como resultado de suas experiências de prática jurídica no estágio jamais serão lidos?

O objetivo dos CADERNOS FGV Direito Rio — *Série Clínicas* consiste em divulgar o trabalho de assessoria e consultoria jurídica prestado pelo Núcleo de Prática Jurídica (NPJ) da FGV Direito Rio, em um quadro de inovação no ensino jurídico.

Os cursos de Direito pelo Brasil tendem a desenvolver o mesmo tipo de estágio em seus núcleos de prática jurídica: atendimentos individualizados, nas áreas cível, penal e trabalhista, com a consequente representação judicial dos cidadãos atendidos.<sup>1</sup>

Certamente, essa atividade prática contribui para a formação profissional do aluno. Contudo, o trabalho do advogado não se limita ao atendimento de um cidadão em específico. Não se restringe aos ramos civil, criminal e trabalhista. Não se desenvolve apenas no contexto de processos judiciais.

O advogado presta assessoria jurídica a empresas, associações, ONGs, fundações, empreendedores, instituições públicas e privadas. A advocacia se estende aos campos dos direitos humanos, do direito constitucional, administrativo, empresarial, ambiental, regulatório, econômico, e quantos mais ramos a vida social demandar. Para além dos autos judiciais, a atuação advocatícia contempla a negociação, a mediação, a representação em processos administrativos, a consultoria jurídica para formalização de empresas, organizações e negócios, a formulação de pareceres jurídicos, e tantas mais atividades que a vida social demandar.

Por que não viabilizar ao aluno uma prática jurídica que envolva atendimento a coletividades? Que aproxime o aluno a outros ramos do Direito? Que apresente ao aluno e nele desenvolva habilidades relativas a outras formas de atuação do advogado?

Em vista disso, na FGV Direito Rio, o desenvolvimento das atividades de estágio tem seu foco em atendimentos não individualizados e de natureza não

contenciosa. Trata-se de discutir e atender às demandas que possam produzir impactos nas instituições, na sociedade e no desenvolvimento de políticas públicas, ao contrário de atender especificamente a um cidadão, no âmbito do Poder Judiciário.

Nesse contexto, o Programa de Clínicas Jurídicas do NPJ da FGV Direito Rio é exemplo genuíno de inovação no ensino jurídico e no desenvolvimento de habilidades profissionais do aluno em formação. Habilidades cada vez mais exigidas pelo mercado de trabalho.

Ao longo de seu funcionamento, o programa contou com trabalhos originais elaborados pelos alunos, sempre supervisionados por advogados qualificados. Realizadas em áreas distintas, essas atividades de assessoria e consultoria jurídicas aguardam a consolidação de seus resultados, merecendo ser compartilhadas com a comunidade acadêmica e jurídica. E o espaço para essa consolidação é precisamente nos CADERNOS FGV Direito Rio – *Série Clínicas*. Como parte de uma iniciativa inovadora da FGV Direito Rio, esperamos que esses trabalhos possam ser *lidos*, como o são os roteiros que viram filmes. Por que não?

André Pacheco Teixeira Mendes

Coordenador do Núcleo de Prática Jurídica

## Nota

- 1 Como bem observado pelo professor Thiago Bottino, responsável pelo projeto e implantação do NPJ da FGV Direito Rio em 2008: *Esse modelo tradicional está esgotado. Os alunos não ficam satisfeitos nem motivados em realizar essas atividades de prática jurídica porque:*
  - (1) *elas não estão integradas às disciplinas da grade curricular, nem ao perfil do egresso que a faculdade pretende formar;*
  - (2) *são práticas judiciais de mínima complexidade (casos de divórcio, despejo, alimentos e demissões trabalhistas, problemas criminais de pequeno potencial ofensivo, etc.) que não preparam o aluno para a prática do mercado, sendo conduzidas de forma burocrática com a única finalidade de atender às exigências da legislação e da OAB;*
  - (3) *reproduzem práticas assistencialistas, sobrepõem-se a atividades semelhantes já desenvolvidas pelo Estado (seja a Defensoria Pública, seja os PROCONS) e não possuem qualquer característica de inovação ou de transformação da realidade social.* BOTTINO, Thiago. *Prática jurídica qualificada e advocacia de impacto*. In: **Cadernos FGV Direito Rio: Educação e Direito**. V. 6. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, dezembro de 2011, p. 22.

## INTRODUÇÃO — CARTILHA DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO: MAIS CONHECIMENTO, MELHORES DECISÕES

A “Cartilha do *Crowdfunding* de Investimento à luz da Instrução CVM Nº 588/2017” representa a terceira publicação<sup>1</sup> resultante do convênio de cooperação acadêmica celebrado entre a Fundação Getúlio Vargas (FGV) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).<sup>2</sup> Celebrado em 4 de agosto de 2011, o convênio foi renovado por meio de termo aditivo em 3 de agosto de 2016. Assim, até 3 de agosto de 2021, a parceria segue com o propósito educacional de desenvolver atividades de prática jurídica com foco em estudos, produção de conhecimento e ações relativas à regulação do mercado de valores mobiliários.

Nesse cenário, a presente publicação traz orientações a investidores, gestores e empreendedores sobre a particular forma de captação de recursos pela internet realizada por sociedades empresárias de pequeno porte: o *crowdfunding* de investimento<sup>3</sup>. Elaborado à luz da Instrução CVM nº 588/2017, que regulou o tema, o material oferece aos leitores informações sobre a regulamentação do *crowdfunding* de investimento, características gerais das ofertas públicas, sobre os agentes envolvidos — plataforma, investidor e emissor —, sobre riscos associados a esse tipo de investimento, vantagens e desvantagens, bem como oferece um passo a passo para realização de uma oferta.

- 1 Publicada em novembro de 2013, no contexto de debates sobre revitalização urbana, a “Cartilha CEPAC” foi o primeiro trabalho produzido no bojo do Convênio. O material é um guia prático de introdução aos Certificados de Potencial Adicional de Construção — CEPAC. Publicada em novembro de 2016, a “Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores — *Equity crowdfunding* no Brasil hoje” foi o segundo material publicado. Cf., respectivamente, MENDES, André. P. T. (org.). **Estudos em Mercado de Capitais: Cartilha CEPAC**. Cadernos FGV Direito Rio — Série Clínicas. Educação e Direito. v. 1. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2013. Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/11301>; e MENDES, André. P. T. (org.). Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. *Equity crowdfunding* no Brasil hoje. Cadernos FGV Direito Rio — Série Clínicas. Educação e Direito. v. 6. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2016. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17510> Acessos em: 11 set. 2019.
- 2 Da parte da FGV Direito Rio, o convênio é gerenciado por meio do Núcleo de Prática Jurídica; da parte da CVM, o instrumento é gerido pela Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI).
- 3 Cf. art. 2º, I, da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 23 set. 2019.

Trata-se de matéria da maior relevância econômica para o país. E vem crescendo no âmbito do mercado de valores mobiliários, principalmente a considerar que o *crowdfunding* de investimento é um caminho para o financiamento de *startups* — jovens empresas com modelos de negócio escaláveis e repetíveis que apresentam soluções inovadoras geralmente com base tecnológica. Nas figuras 1, 2 e 3<sup>4</sup>, a seguir, é possível constatar (i) o aumento de plataformas no segmento de *crowdfunding* de investimento; (ii) o aumento no montante de captação; e (iii) o incremento no número de investidores:

Figura 1

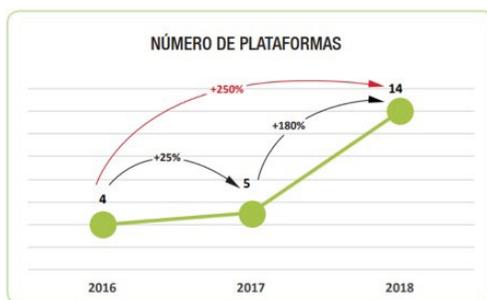
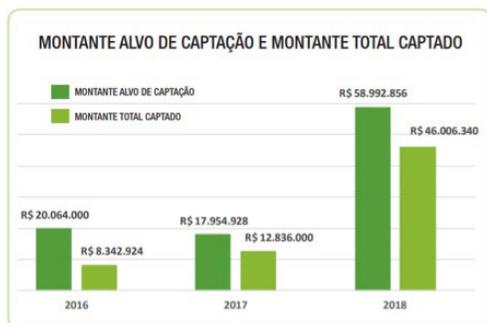


Figura 2



4 Cf. os dados em: CVM. **Crowdfunding de investimento: evolução do mercado.** 2019. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190429\\_crowdfunding\\_evolucao\\_do\\_mercado.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190429_crowdfunding_evolucao_do_mercado.pdf). Acesso em: 23 set. 2019.

Figura 3



Diante desse importante contexto, a Cartilha foi fruto do trabalho desenvolvido na Clínica LAMCA (Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais), sob a supervisão do destacado advogado Carlos Augusto Junqueira, no âmbito do Núcleo de Prática Jurídica (NPJ) da FGV Direito Rio. Um total de 5 (cinco) alunos e alunas participaram do processo de elaboração do material, que representa uma atualização do trabalho realizado na “Cartilha do investimento coletivo”<sup>5</sup>, anterior à Instrução CVM Nº 588/2017. Foram eles e elas: Bruna Brasil Fernandes Pereira, Bruna Brilhante Pelluso, Eduardo Cavaliere Gonçalves Pinto, Isabella Ali Pontual Braga, Mateus de Oliveira Campos Muniz e Costa.

A Cartilha está em linha de convergência com a missão da FGV Direito Rio de ser referência no ensino e na pesquisa jurídica para auxiliar o desenvolvimento e avanço do país. Além disso, ela expressa os objetivos do NPJ, como: (i) o foco em ações de natureza consultiva que promovam e atendam temas de relevância social; (ii) e o foco no desenvolvimento de atividades de prática jurídica voltadas à produção de impactos positivos nas instituições e na sociedade.

A regulação do mercado financeiro é fundamental para o desenvolvimento econômico do país. E a “**Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da Instrução CVM Nº 588/2017**”, na condição de instrumento de educação financeira, pretende oferecer aos leitores conhecimento do segmento e dos riscos, bem como para a tomada de melhores decisões.

Boa leitura e ótimas decisões!

Professor André T. Mendes  
 Coordenador do Núcleo de Prática Jurídica  
 Setembro de 2019

5 Cinquenta e sete alunos e alunas participaram do material anterior. Cf. MENDES, André. P. T. (org.). Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. *Equity crowdfunding* no Brasil hoje, op. cit., p. 12-14.



## VISÃO DA CLÍNICA

### **“MERCADO DE CAPITAIS 3.0: CROWDFUNDING, FINTECHS & SANDBOX” CAPITALIZAÇÃO DE *STARTUPS* E SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DE PEQUENO PORTE NO BRASIL A PARTIR DA REGULAÇÃO DO FINANCIAMENTO COLETIVO**

Em outubro de 2016, lançamos com pioneirismo nossa primeira cartilha<sup>1</sup> educativa voltada para o investimento coletivo no Brasil, por meio da internet, acompanhando e participando do processo de formulação da nova regulamentação, a qual viria a ser editada pela Comissão de Valores Mobiliários — CVM, a Instrução CVM N° 588.

#### **O Novo Mercado do Financiamento Coletivo**

A nova Cartilha, atualizada à luz da Instrução CVM N° 588 (“ICVM N° 588”), é produto do trabalho conjunto de 62 estudantes da graduação inscritos na Clínica Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais (LAMCA), no âmbito do Núcleo de Prática Jurídica da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas — FGV Direito Rio, sendo 57 envolvidos na primeira fase do projeto (anterior à regulamentação) e cinco envolvidos após a edição da ICVM N° 588.<sup>2</sup>

A incipiente atividade de captação de recursos pela internet se desenvolveu rapidamente e, a partir de julho de 2017, a CVM passou a regular a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte, aquelas com receita anual de até R\$ 10 milhões, aqui também chamadas de *startups*.

Diferentemente de ofertas tradicionais, que são submetidas a prévio registro na CVM, o apelo ao público investidor realizado por meio de platafor-

---

1 Cadernos FGV DIREITO RIO — Série Clínicas, Educação e Direito. v. 6. 2016. Tema: Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. *Equity crowdfunding* no Brasil hoje, EDIÇÃO FGV DIREITO RIO, Obra Licenciada em Creative Commons, Atribuição — Uso Não Comercial — Compartilhamento pela mesma Licença, Impresso no Brasil / *Printed in Brazil*. Fechamento da 1ª edição em novembro de 2016, aprovado pelo Conselho Editorial da FGV Direito Rio e Divisão de Depósito Legal da Biblioteca Nacional. Os conceitos emitidos são de inteira responsabilidade do autor. ISBN: 978-85-63265-72-2, 1. Direito.

2 Colaboraram na atualização desse artigo o advogado Alexandre Trejos Vargas e o acadêmico Jorge Luciano Aragão.

ma eletrônica de investimento participativo ocorre com dispensa de registro, sendo observado o limite de captação de até R\$ 5 milhões a cada período de 12 meses.

Entre 2016 e 2018, o mercado doméstico performou um salto histórico, evidenciado pelos números destacados a seguir,<sup>3</sup> e o único percentual com variação decrescente é, na verdade também, um indicador positivo:<sup>4</sup>

<b>Evolução do Crowdfunding</b>	<b>2016</b>	<b>2018</b>	<b>Varição</b>
Ofertas com Sucesso	24	46	<b>92%</b>
Valor Médio Captado	R\$ 0,347 milhão	R\$ 1,0 milhão	<b>188%</b>
Valor Total Captado	R\$ 8,3 milhões	R\$ 46,0 milhões	<b>454%</b>
Média de Investidores por Oferta	31	195	<b>529%</b>
Média de Valor por Investidor	R\$ 7.591,38	R\$ 5.131,20	<b>(32%)</b>
Quantidade Total de Investidores	1.099	8.966	<b>716%</b>

Com as regras estabelecidas pela Instrução CVM Nº 588, o *crowdfunding* de investimento obteve indiscutível crescimento se consolidando como efetivo mercado de capitais voltado para atender sociedades empresárias nascentes, ou existentes, observados os limites da regulamentação.

Popular antes de ser regulado, em agosto de 2016 a CVM já registrava essa geração espontânea pelo mercado empreendedor do Brasil: “*Cerca de uma década se passou até que esse regime [de ofertas pela internet] passasse a ser reiteradamente utilizado por grupos de empreendedores que estabeleceram as primeiras plataformas no Brasil e buscaram viabilizar o que se costuma referir como “equity crowdfunding” (por vezes também denominado “investimento coletivo”, “colaborativo” ou, ainda, “participativo”). Isso passou a ocorrer, fundamentalmente, pela utilização de páginas eletrônicas (“plataformas digitais” ou “portais”) na rede mundial de computadores, onde são ofertadas participações (ou títulos eventualmente conversíveis em participações) em empresas inovadoras em fase inicial de atividades (startups)*”.<sup>5</sup>

“*Em 2015, a CVM concluiu 43 processos de dispensa de registro relacionados ao equity crowdfunding. Na média, as captações foram de aproximadamente R\$ 525.000,00, e apenas quatro ultrapassaram o montante de R\$ 1.000.000,00. Excluídas essas, a média cai para R\$ 381.000,00. Apenas*

<sup>3</sup> Compilados pela CVM em abril de 2019.

<sup>4</sup> <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190429-1.html>.

<sup>5</sup> EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA CVM/SDM nº 06/2016, página 4, divulgado em 8 de agosto de 2016. Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edita1.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita1.pdf). Acesso em: 6 out. 2016.

*uma utilizou o limite de R\$ 2.400.000,00 permitidos pela norma. Em 2016, até maio, já foram encerrados oito processos. Na média, as empresas captaram R\$ 632.500,00, e apenas uma atingiu o limite de R\$ 2.400.000,00. Excluída essa, a média cai para R\$ 380.000,00.”<sup>6</sup>*

Com a presente Cartilha, queremos disseminar informações aos interessados em captar recursos ou investir de forma coletiva pela internet, oferecendo um conteúdo objetivo de educação financeira para acelerar a conscientização de direitos e deveres de sócios e gestores no Brasil.

Entendemos que a Instrução CVM N° 588 estabeleceu uma contrapartida adequada à dispensa de elaboração de prospecto e de contratação de instituições intermediárias para a realização de ofertas públicas de valores mobiliários de empresas de pequeno porte e de microempresas, o que representou um enorme avanço.

Em sala de aula, dividimos a turma em grupos de investidores e empreendedores, além da própria plataforma e até o regulador, e simulamos situações reais, baseadas em casos verídicos ou hipotéticos, proporcionando dinamismo e intercâmbio prático de ideias. Fizemos o possível para debater e redigir informações relevantes de forma a simplificar sua compreensão.

Empreendedores e investidores precisarão de cultura financeira, maior intimidade com investimentos de risco e governança corporativa para transformar suas ideias em produtos e processos. Amparada por uma rede de investidores-anjos, conscientes e ousados tomadores de risco, a internet é o lugar perfeito para o surgimento de novas *startups* que representem o verdadeiro potencial criativo de nossa juventude, aliada à profissionalização necessária para encarar novos sócios na empreitada.

Assim, a possibilidade de pequenos e médios empreendedores captarem recursos exclusivamente pela internet ainda provoca diversas reflexões: de um lado, a esperança de adquirir participação em ações (*equity*) que se valorizem exponencialmente no futuro, caso a investida seja vendida ou realize uma oferta pública inicial de ações; por outro lado, os riscos de investir em um negócio embrionário, que está sujeito a diversos riscos e testes de aceitação, escalabilidade etc.

Outras dúvidas podem ser identificadas: (A) os diretores das micro, pequenas ou médias empresas estão preparados para gerir centenas de milhares ou milhões de reais captados pela internet?; (B) qual o nível equilibrado e satisfatório de informações a serem disponibilizadas pelos diretores aos sócios?; (C) qual o tamanho do público investidor para essa modalidade de oferta?;

---

6 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA CVM/SDM n° 06/2016, página 5, divulgado em 8 de agosto de 2016. Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf). Acesso em: 6 out. 2016.

(D) qual o nível ideal de diligência da plataforma na internet para minimizar a ocorrência de fraudes?; (E) de que forma haverá liquidez do mercado secundário?; (F) projetos que visem lucro com impacto social podem ser ofertados nas mesmas condições?

Certo é que a Instrução CVM Nº 588 oxigenou o ecossistema da inovação no Brasil e introduziu significativos avanços na forma de captar recursos financeiros. Citamos os objetivos da nova regra listados pela Comissão de Valores Mobiliários:

*“a) contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, que podem ser relevantes para a economia brasileira;*

*b) ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial ou com dificuldades de acesso ao crédito em função de seu porte;*

*c) promover proteção adequada dos investidores que, em muitos casos, não são participantes costumeiros do mercado de capitais; e*

*d) prover segurança jurídica para plataformas eletrônicas de investment-based crowdfunding e para empreendedores de pequeno porte”.*

## O Novo Mercado das *Fintechs*

Outro novo mercado inovador que merece registro por sua habilidade de promover o financiamento para empreendedores de menor porte são as *Fintechs*. O termo “*Fintech*” deriva do inglês “*Financial Technology*” e, em geral, é usado para designar empresas que prestam serviços financeiros por meio de plataformas eletrônicas.<sup>7</sup>

O mercado das *Fintechs* tem aumentado exponencialmente no Brasil. Desde o segundo semestre de 2015 até o final de 2018, o número das *Fintechs* no

---

7 O Banco Central do Brasil (BACEN), em sua definição, adota o critério de inovação para caracterizar esses novos tipos de instituições: “*Fintechs* são empresas que introduzem inovações nos mercados financeiros por meio do uso intenso de tecnologia, com potencial para criar novos modelos de negócios. Atuam por meio de plataformas *online* e *oferecem serviços digitais inovadores relacionados ao setor.*” Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>. Acesso em: 30 out. 2019.

país cresceu 362%<sup>8</sup>, o que significa uma maior concorrência para o sistema financeiro tradicional<sup>9</sup>.

Segundo dados do Banco Central, o sistema bancário tradicional é altamente concentrado. Em 2018, 80,44% do mercado de crédito para pessoas naturais no país e 70,58% do mercado de crédito para pessoas jurídicas estavam concentrados entre cinco bancos<sup>10</sup>. Tal cenário de baixa concorrência eleva o custo de crédito<sup>11</sup>, o que tem impacto negativo, especialmente para empreendedores de menor porte, que possuem maior dependência de crédito e capacidade financeira reduzida.

As *Fintechs*, ao revés do mercado bancário tradicional, oferecem crédito com menor custo e com melhores condições de pagamento. Isso porque: (i) a concorrência do mercado é maior; e (ii) não utilizam sedes físicas (ou utilizam de forma muito reduzida).

Com relação ao custo do espaço físico, por terem filiais físicas, os bancos tradicionais passam a ter custos recorrentes relacionados, como: (i) despesas com energia, água e, eventualmente, gás; (ii) compra ou aluguel do terreno onde a filial é erguida, além de impostos relacionados ao terreno; (iii) folha de pagamento de funcionários não diretamente relacionados à atividade bancária, como seguranças e serviço de limpeza; e (iv) custo de manutenção da filial.

Tais despesas são repassadas ao consumidor final, o que encarece o custo do crédito das instituições bancárias tradicionais quando comparadas às instituições que atuam predominantemente por meios digitais.

Oferecendo crédito com menor taxa de juros e com menor burocracia para seu funcionamento, visto que este se dá em âmbito digital, as *Fintechs* podem figurar como interessante opção para empreendedores de menor porte que não possuam capital para custear eventual captação de recursos com o público no curto prazo.

---

8 Relatório de Economia Bancária de 2018, p. 156, divulgado em 28 de maio de 2019. Banco Central do Brasil. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2018.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf). Acesso em: 30 out. 2019.

9 Ver Valor Econômico. *Avanço de fintechs pressiona bancos a melhorar eficiência*. Publicado em 31 de julho de 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/07/31/avanco-de-fintechs-pressiona-bancos-a-melhorar-eficiencia.ghtml>. Acesso em: 30 out. 2019.

10 Relatório de Economia Bancária de 2018, p. 156, divulgado em 28 de maio de 2019, p. 146-147. Banco Central do Brasil. Ver, mais especificamente, Tabela 6.4 — *Participação de mercado no estoque de crédito — Pessoas físicas* e Tabela 6.5 — *Participação de mercado no estoque de crédito — Pessoas jurídicas*.

11 “Os resultados ora reportados mostram que baixa concorrência tende a elevar o custo do crédito.” Banco Central. *Concorrência Bancária e custo do Crédito*, p. 13, publicado em 17 de outubro de 2019. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE064\\_Concurrencia\\_bancaria\\_e\\_custo\\_do\\_credito.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE064_Concurrencia_bancaria_e_custo_do_credito.pdf). Acesso em: 30 out. 2019.

As duas principais indústrias para *Fintechs* são os mercados de meios de pagamento e de crédito.

As *Fintechs* de meios de pagamento são reguladas pela Lei nº 12.865, de 09 de outubro de 2013 (“Lei 12.865”), que representa, na visão do regulador e do mercado em geral, um esforço para a promoção da inclusão financeira, da inovação, da concorrência e da descentralização do setor de pagamentos no Brasil.

O regime de pagamentos no Brasil, nos termos da Lei 12.865, é composto dos arranjos de pagamento (“bandeiras”), dos instituidores de arranjos de pagamento (“donos das bandeiras”) e das instituições de pagamento (categoria que abrange a maior parte das *Fintechs* de pagamentos).

Os arranjos de pagamento são o conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público aceito por mais de uma instituição recebedora. Os arranjos de pagamento em si não executam pagamentos, mas sim regulam a prestação de um determinado serviço de pagamento (e.g. cartão de crédito, cartão de débito ou transferências entre contas). São conhecidos como as “bandeiras” (e.g. MasterCard, Visa, PayPal).

Os instituidores de arranjos de pagamento são as pessoas jurídicas responsáveis pelos arranjos de pagamento, sendo os “donos das bandeiras”. A essas entidades cabe estabelecer as regras e os procedimentos a serem seguidos por instituições de pagamento participantes, incluindo o processo de liquidação, gerenciamento de riscos e regulação de parâmetros operacionais mínimos.

Por sua vez, as instituições de pagamento são as instituições que, aderindo a um ou mais arranjos de pagamento, tenham como atividade a realização de algum serviço de pagamento, sendo os mais comuns (i) credenciamento; (ii) emissão de gestão de cartões de crédito; e (iii) emissão de instrumentos pré-pagos / oferecimento de serviço de contas de pagamento pré-pagas.

As *Fintechs* de crédito são reguladas pela Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018 do Banco Central. Essa Resolução distingue as *Fintechs* de crédito em: Sociedades de Crédito Direto (“SCD”) e Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (“SEP”), sendo a SCD a “*instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem capital próprio*”. A SCD é também autorizada a realizar a emissão de moeda eletrônica<sup>12</sup>, assim

---

12 Art. 3º [...]

§ 1º Além de realizar as operações mencionadas no caput, a SCD pode prestar apenas os seguintes serviços:

[...]

permitindo a oferta de um verdadeiro serviço de “banco digital”, com (i) oferta de crédito, de um lado; e (ii) oferta de uma conta de pagamento pré-paga, a partir da qual é possível realizar saques, transferências (TED e DOC), pagamento de contas e movimentações em geral.

A norma, contudo, veda a participação de SCDs em capital de outras instituições financeiras, além de proibir que tais sociedades captem recursos com o público, salvo por meio de emissão de suas ações<sup>13</sup>.

Já a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas é definida como a “*instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica*”<sup>14</sup>.

Assim como a SCD, a SEP também pode emitir moeda eletrônica<sup>15</sup>, sendo-lhe vedado, além de outras condutas: (i) a realização de operações de empréstimo e de financiamento com recursos próprios<sup>16</sup>; (ii) participar do capital de instituições financeiras<sup>17</sup>; (iii) remunerar ou utilizar em seu benefício os recursos relativos às operações de empréstimo e de financiamento<sup>18</sup>; (iv) coobrigar-se ou prestar qualquer tipo de garantia nas operações de empréstimo e de financiamento; (v) transferir recursos aos devedores antes de sua disponibilização pelos credores; (vi) transferir recursos aos credores antes do pagamento pelos devedores.

Além disso, as operações de empréstimo realizadas entre credor e devedor idênticos no âmbito de SEP não podem ultrapassar a quantia de R\$ 15.000,00<sup>19</sup>, exceto quando o credor em questão se enquadrar na definição de investidor qualificado, nos termos da regulamentação da CVM<sup>20</sup>.

*IV - emissão de moeda eletrônica, nos termos da regulamentação em vigor.*

13 Art. 5º É vedado à SCD:

*I - captar recursos do público, exceto mediante emissão de ações; e*

*II - participar do capital de instituições financeiras.*

14 Art. 7º A SEP é instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.

15 Art. 7º [...]

*§ 1º Além de realizar as operações mencionadas no caput, a SEP pode prestar apenas os seguintes serviços:*

*[...]*

*IV - emissão de moeda eletrônica, nos termos da regulamentação em vigor.*

16 Art. 14. É vedado à SEP:

*I - realizar operações de empréstimo e de financiamento com recursos próprios;*

17 Art. 14, II da Resolução nº 4.656/2018

18 Art. 14. IV

19 Art. 16. O credor da operação de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 8º não pode contratar com um mesmo devedor, na mesma SEP, operações cujo valor nominal ultrapasse o limite máximo de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais).

20 Art. 20. (...) § 2º O disposto neste artigo não se aplica aos credores que sejam investidores qualificados, conforme definição da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

A SEP concretiza a modalidade “*Peer-to-Peer lending*” de empréstimo, em que o ofertante do crédito transfere a quantia diretamente ao tomador, mitigando o papel da instituição intermediária, protagonista no mercado de crédito tradicional.

### O Novo Mercado do *Sandbox*

Em 13 de junho de 2019, o Ministério da Economia, a CVM, o BACEN e a SU-SEP, emitiram comunicado conjunto<sup>21</sup> indicando sua intenção de implantar o modelo de *sandbox* regulatório no país nos mercados financeiro, securitário e de capitais.

O *sandbox* é um ambiente regulatório experimental que permite que Fintechs e startups, em geral, recebam autorizações temporárias para oferecer produtos e serviços inovadores ao mercado sem se submeter a todas as restrições impostas pela regulamentação vigente.

Segundo o Ministério da Economia<sup>22</sup>, “Durante o período de teste, as empresas ficam sujeitas a requisitos regulatórios menos rígidos e ficam aptas a receber dos agentes reguladores orientações personalizadas sobre como interpretar e aplicar a regulamentação cabível.”

Tal sistema de regulação visa observar, em um ambiente controlado, as vantagens que uma nova tecnologia pode oferecer ao Sistema Financeiro, adaptando a regulação de acordo com a necessidade e com o desenvolvimento da atividade em fase de testes.

De acordo com a proposta de regulação da CVM<sup>23</sup>, haveria certos critérios de elegibilidade para a seleção de negócios que manifestem seu interesse em participar. Entre eles, destaca-se o conceito de “*modelo de negócio inovador*”, que seria a atividade empresarial que, alternativamente<sup>24</sup>: (i) utilize tecnologia inovadora ou faça uso inovador de tecnologia; (ii) desenvolva produto ou serviço que ainda não seja oferecido no mercado de valores mobiliários; ou (iii) promova ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação de acesso a produtos ou serviços atinentes ao mercado de valores mobiliários.

21 *Comunicado Conjunto, de 13 de junho de 2019*. Publicado em 13 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190613-1.html>. Acesso em: 30 out. 2019.

22 *Fintechs e sandbox no Brasil – Junho de 2019*. Ministério da Economia. Publicado em 13 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.economia.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/relatorios-e-boletins/2019/publicacao-spe-fintech.pdf/view>. Acesso em: 30 out. 2019.

23 *Audiência Pública da CVM para criação de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório)*. CVM, publicado em 28 de agosto de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190828-1.html>. Acesso em: 30 out. 2019.

24 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM nº 05/19, p. 12. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0519\\_Edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0519_Edital.pdf). Acesso em: 30 out. 2019.

Essa definição engloba tanto *Fintechs* quanto plataformas de *crowdfunding*, permitindo a evolução dessas modalidades de captação de recursos.

Dessa forma, o novo método de regulação a ser implantado terá efeitos positivos para as novas tecnologias, seja as *Fintechs*, seja as plataformas de *crowdfunding*, estimulando, em um ambiente controlado, o seu desenvolvimento, o que ajuda os empreendedores de menor porte, reduzindo os custos de regulação relacionados à sua modalidade de empreendimento.

### **O Novo Ciclo de Oportunidades e Riscos**

O ambiente do empreendedorismo encontra-se em processo de mudança constante, tanto por força das novas regulamentações já editadas pela CVM e Banco Central, quanto em função das futuras permissões, como no *sandbox*, conectadas nas tecnologias de comunicação disponíveis em smartphones, desktops, redes sociais etc.

Se, de um lado, aumentou o poder de gestão e efetividade de decisões disponíveis aos investidores pela internet; por outro, remanesce uma incógnita: o nível de transparência e compreensão dos elementos tradicionais do sistema financeiro por todos.

Nesse contexto, reafirmamos a crença na democratização do capitalismo como facilitador na compreensão do potencial contido hoje na visível popularização do *crowdfunding* nas sociedades modernas: algo revolucionário, diversificado e inclusivo.

Contudo, alguns fatores permitem posicionar a população em geral como detentora de pouca cultura em finanças pessoais. Esse fato se contrapõe ao arcabouço legislativo e às instituições financeiras, sofisticadas e com padrões internacionais.

Somos superlativos em população, com mais de 200 milhões de habitantes, e minimalistas em investidores, com menos de 500 mil pessoas físicas investindo diretamente em bolsa de valores: um gigante com pés de barro?

Classicamente, o mercado financeiro se divide em investimentos em renda fixa ou em renda variável. Enquanto no primeiro existe um compromisso do tomador dos recursos em devolver o valor investido com alguma remuneração, no segundo, notoriamente no mercado acionário, qualquer retorno depende da formação de lucro e/ou de liquidez na negociação no mercado secundário.

Sendo o sistema tradicional caro e restrito, com custos e burocracia integral para as transações, a cultura do investimento é mais difundida por meio de fundos, nos quais o investidor é um cotista e confia a administração de seus recursos disponíveis a uma enorme quantidade de gestoras de recursos, vinculadas ou não a instituições financeiras tradicionais.

O descompasso entre a assimilação do sistema financeiro e a população em geral decorre de diversos fatores: da ausência de capacidade de muitos em poupar e de outro tanto em investir; do elevado prêmio pago pelo Estado em suas captações, que drenou a liquidez disponível dos agentes privados para si mesmo durante décadas; do estímulo baixo ou nulo de agentes financeiros em promover uma real educação financeira; da pouca curiosidade das pessoas em geral para aprender e dos pais e familiares em particular para transmitir conhecimento sobre investimentos, risco e retorno.

Questões que transcendem o interesse individual de empreendedores, pois meios para esse financiamento são da maior importância para o desenvolvimento da nação. São alguns desafios contemporâneos do Mercado de Capitais 3.0, entre outros:

- Como apoiar a geração de oportunidades de investimento de todos para todos?
- Como melhor financiar o empresário no seu desenvolvimento inicial?
- Quais são as opções disponíveis no mercado para empreendedores com boas oportunidades de negócios?
- Além das gestoras de recursos e dos centros típicos de aceleração e incubação, qual o papel das universidades e da academia diante dessa inovação?
- Alunos e professores estão preparados?
- Como essas ofertas podem se conectar com aceleradoras e incubadoras, assim como fundos patrimoniais / *endowment*, autorizados pela Lei Federal 13/800?

Alunos e professores precisam dialogar sobre a governança das empresas, pequena, média ou grande, pois há impacto em todos os níveis. Queira ou não, a estrutura clássica do capitalismo é formada pelas sociedades limitadas e por ações, e hoje até mesmo um empresário individual pode ostentar um número de CNPJ.<sup>25</sup>

Incubadoras de projetos e outros polos de atração e formação de empreendedores poderão contar com toda a facilidade do acesso à internet para expor seus talentos e projetos a investidores do mundo; o que já era possível ficará cada dia mais fácil: captar recursos para projetos bem estruturados.

A participação de universitários e centros acadêmicos nesse processo tende a aumentar, agora que os Conselhos Universitários e Departamentos de Ensino e Pesquisa poderão contar com um ambiente regulado pela CVM. O apoio

---

25 CNPJ é o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica, atualmente regido pela Instrução Normativa nº 1.634, de 6 de maio de 2016.

aos alunos no desenvolvimento de seus talentos pode vir das mais variadas formas, dependendo de cada curso e da infraestrutura disponível.

Há que se democratizar e simplificar no Brasil a cultura sobre direitos e deveres de sócios e administradores, focando na produção de conhecimento prático. As atividades de empreendedorismo em seu estágio inicial já são por demais complexas para administradores e sócios.

Portanto, são necessárias respostas que auxiliem objetivamente as questões reais, sendo desafiador o processo cultural a respeito do empoderamento das pessoas e da sociedade sobre valores e possibilidades do capitalismo moderno. A democratização da educação financeira pelo acesso à informação clara e simples parece um caminho inevitável para que este mercado continue a crescer.

Direitos de sócios e investidores em geral são como determinados direitos políticos: apesar de garantidos em lei, precisam ser exercidos para que se popularizem e consolidem uma cultura, idealmente sem preconceitos ou julgamentos.

A grande questão de fundo é saber se a multidão passará a ser protagonista do Mercado de Capitais 3.0 e como. Não se exigem grandes somas de recursos individualmente falando. Em ofertas que visem captar centenas ou milhares de pessoas, cada uma pode investir R\$ 50,00, R\$ 100,00, algo impensável anos atrás. A proposta de regulação da CVM em regra limita em R\$ 10.000,00 o total anual de investimento para pessoas naturais.

Contudo, os avanços tecnológicos que permitiram o uso maciço de internet, smartphones e cartões de crédito, débito e benefícios por todos, de todas as classes, também espalham fraudes em oportunidades de vulnerabilidade do sistema, cabendo a cada um se defender como pode dessas ameaças.

O processo de educação financeira e conscientização de riscos é o único remédio disponível para mitigar esses riscos. Segundo a CVM, *"O crowdfunding de investimento se tornou um importante instrumento de captação de recursos para as startups, que demandam capital financeiro para o desenvolvimento de seus produtos ou serviços. Ao mesmo tempo, se apresenta como alternativa de aplicação financeira aos investidores, antes mais restrita a investidores anjos ou fundos de venture capital e private equity.*

*Trata-se, portanto, de um modelo que propõe facilitar a canalização da poupança de inúmeros investidores para o investimento produtivo em empresas nascentes, etapa fundamental do processo de crescimento e desenvolvimento desse segmento da economia.*

*O crescimento desse mercado, após a regulamentação da CVM, tem sido significativo. É possível observar essa evolução na quantidade de ofertas realizadas, no montante total ofertado, no valor médio do investimento e no número*

*de plataformas eletrônicas em atividade. O mesmo tem ocorrido em relação à quantidade de investidores participantes das ofertas.*

*Esses investidores, no entanto, nem sempre estão preparados adequadamente para participar desse mercado, seja pelo seu nível de conhecimento em relação ao seu funcionamento, seja pela assimetria de informação existente entre eles e os emissores das ofertas em relação ao negócio, entre outros aspectos.*

*Nesse cenário, e considerando ainda o potencial existente, é fundamental esclarecer aos investidores as características, o funcionamento, os benefícios e riscos existentes nessa nova modalidade de investimento, para que eles possam tomar a sua decisão de investimento de forma mais consciente, conforme os seus objetivos e o seu perfil”.<sup>26</sup>*

É preciso que todos tenham mais consciência dos riscos envolvidos para que adotem precauções e observem alertas importantes. A seguir, um sumário sobre os **principais riscos para o investidor**, tomando por base um trabalho envolvendo reguladores do mundo todo:

É consenso entre reguladores que os principais riscos do ponto de vista da proteção do investidor são: (i) a possibilidade de fracasso do empreendimento, que tende a ser elevada no caso das empresas ofertadas; (ii) a *assimetria informacional entre emissor e os investidores de varejo, que é mais elevada do que nas emissões dos mercados de capitais tradicionais, em que ferramentas como um prospecto completo estão disponíveis, assim como a atuação de analistas especializados*; (iii) a *dificuldade de acompanhar o valor do investimento, dada a possível falta de demonstrações financeiras auditadas e de mercado secundário*; (iv) *as dificuldades ou limitações que investidores terão nas estruturas societárias deste tipo de empresas e a possível diluição que ocorrerá em futuras rodadas de capitalização de uma empresa cujas atividades venham a crescer*; (v) a *falta de liquidez — o fator de risco considerado mais sério pela European Securities Markets Authority — ESMA*; e ainda (vi) a *maior possibilidade de ocorrência de fraude considerando o estágio inicial de um mercado ainda em fase de regulamentação, mas cujo alcance, dado os meios eletrônicos de difusão usados, incluindo mídia e redes sociais, é*

---

26 Introdução ao Caderno 12 da CVM “Crowdfunding de investimento”, disponível em: <file:///C:/Users/cjunqueira/Downloads/CVM-Caderno-12.pdf>.

*muito amplo. Reguladores vêm demandando que alertas claros sobre estes riscos sejam apresentados aos investidores.<sup>127</sup>*

Assim, os investidores devem estar atentos e cautelosos no momento de aceitar um investimento, devendo considerar também que, apesar de o investimento ser feito em conjunto, diversos direitos individuais surgirão por força do título detido, como o exercício do voto, a conversão de valores mobiliários, hipóteses de resgate etc.

Analisar oportunidades de investimento, risco e retorno faz parte da vida. Avaliamos risco e retorno a todo tempo, de forma estruturada ou não: a escolha de um filme no cinema possui diversos componentes dessa avaliação, como o preço unitário do ingresso, a existência de promoções, a proximidade de casa, o horário da sessão, se é necessário ir ou voltar de transporte público, de bicicleta, de carro etc.

São analisados os riscos, desde a qualidade do filme, até os eventuais contratemplos no trajeto casa-cinema-casa; já o retorno se mede pela satisfação em assistir ao filme, mas não só isso: há um retorno que transcende o que se expõe na película, relativo ao programa como um todo, o prazer de estar junto em família, com namorada, entre amigos...

Analizamos uma enormidade de variáveis de risco e retorno de forma intuitiva. Fazemos isso para ir ao cinema, porém não temos em regra a cultura de avaliar investimentos que objetivem retorno financeiro com ou sem impacto social.

## Conclusão

Sob outra perspectiva, a consciência dos direitos e deveres no mercado de capitais poderia ser um meio de rápido amadurecimento social no tocante ao que se considera certo e errado em dada sociedade, especialmente no Brasil, que pode se beneficiar tremendamente da democratização do acesso à informação proporcionada pelas ferramentas tecnológicas.

A democratização do conhecimento sobre as práticas tradicionais e inovadoras do mercado de capitais pode proporcionar um choque de inovação, algo inesperado como a descoberta de um Cisne Negro<sup>28</sup>.

*Um cisne negro é um evento com três características elementares: é imprevisível, ocasiona resultados impactantes e, após sua*

27 EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA CVM/SDM nº 06/2016, p. 4, divulgado em 8 de agosto de 2016. Disponível em: [www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edita1.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edita1.pdf). Acesso em: 13 out. 2016.

28 TALEB, Nassim Nicholas. *A Lógica do Cisne Negro* — O Impacto do Altamente Improvável — Gerenciando o Desconhecido. Rio de Janeiro, Best Seller, 2008.

*ocorrência, inventamos um meio de torná-lo menos aleatório e mais explicável. O sucesso surpreendente do Google foi um Cisne Negro, assim como o 11 de Setembro. (...) Por que não reconhecemos o fenômeno antes que ele ocorra?*

A potência do empreendedorismo do Brasil será posta à prova pela popularização do investimento de risco pela multidão (*crowdfunding*) via plataformas de distribuição de valores mobiliários dispensados de registro, sociedades de crédito direto, sociedades de empréstimo entre pessoas etc.

Com essas atividades já reguladas e outras que virão a ser testadas no contexto do *sandbox*, diversos paradigmas tendem a ser mudados. Que esses novos tipos de investimento liderados por *estartupeiros* possam gerar amplo amadurecimento e viabilizar projetos de qualidade e sustentabilidade para o bem de todos.

Muitas dúvidas dependem da passagem do tempo para serem respondidas, mas boa parte das que já têm resposta aqui estão, nesta Cartilha atualizada. Boa leitura!

Carlos Augusto Junqueira  
Supervisor da Clínica LAMCA  
Outubro de 2019

## **CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO: SOLUÇÕES REGULATÓRIAS PARA AUMENTAR A COMPETITIVIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS**

É natural que, de tempos em tempos, novas ideias e novos produtos e serviços sejam desenvolvidos no mercado financeiro. O próprio mercado de capitais surgiu e se desenvolveu em ciclos como esses, em um movimento que tem permitido às empresas buscar financiamento alternativo à captação bancária, que democratizou o acesso ao capital, possibilitou a diversificação e a distribuição de risco entre os aplicadores, e reduziu o custo global de captação. Hoje, ao que parece, em especial devido ao surgimento de novas tecnologias, estamos vivendo nova fase desse ciclo, do qual o *crowdfunding* de investimento, objeto de estudo desta cartilha, faz parte.

O *crowdfunding* é um modelo de financiamento coletivo. As modalidades mais tradicionais, de doações ou recompensas, não apresentam características de mercado financeiro. O financiamento funciona simplesmente como uma espécie de “vaquinha” virtual para a idealização de projetos, em que os contribuintes disponibilizam seus recursos sem interesse em obter retorno financeiro.

No entanto, esse modelo evoluiu e tem sido cada vez mais comum estruturas em que as empresas, para captar recursos, utilizam-se de plataformas na internet para apresentar uma ideia, projeto ou negócio como oportunidade de investimento a potenciais “contribuintes”, oferecendo, em troca dos recursos aportados, títulos de participação (*equity crowdfunding*) ou valores mobiliários em geral (*investment-based crowdfunding*), que passaremos a tratar daqui em diante simplesmente como *crowdfunding* de investimento. Trata-se, portanto, de uma evolução do *crowdfunding*, mas agora com características marcantes de mercado financeiro.

Na prática, tem sido utilizado para atender a uma lacuna na captação de recursos de um segmento bem específico de empresas nascentes, em especial as baseadas em tecnologia, ligadas à pesquisa e ao desenvolvimento de ideias inovadoras, as chamadas *startups*. Essas empresas, principalmente nos estágios iniciais do desenvolvimento de seu produto, precisam de capital financeiro de terceiros, mas, dadas as suas características, não são atendidas por bancos

ou pelas opções tradicionais do mercado de capitais, como a emissão de ações e debêntures, nem sempre estão aptas a captar recursos dos fundos de *venture capital* e *private equity*.

É certo que instrumentos financeiros, como o *crowdfunding* de investimento, principalmente quando propõem facilitar a canalização da poupança para o investimento produtivo, podem ser positivos para a economia. Afinal, a captação de recursos é etapa fundamental do processo de crescimento e de desenvolvimento das empresas, sem o qual não há investimentos. E os investimentos, como sabemos, constituem etapa fundamental do desenvolvimento econômico.

Por outro lado, eles desafiam os conceitos e a ordem preestabelecidos. E, como envolvem o direcionamento da poupança das famílias às empresas de maneira inovadora, sem a tradicional intermediação bancária, trazem consigo riscos específicos e precisam, portanto, estar inseridos no contexto da regulação do mercado financeiro. E a história já mostrou a importância dessa regulação, por exemplo, no caso dos contratos de investimento coletivo, que, como não eram regulamentados até o início da década de 2000, acabaram sendo utilizados para a prática de algumas irregularidades e fraudes, em um sistema em que investidores, chamados de parceiros, aplicavam seus recursos em empreendimentos, com a promessa de, em contrapartida, receberem parte dos lucros.

Com isso, para inserir tais contratos e outros títulos semelhantes, no âmbito da regulação do mercado financeiro, o conceito de valor mobiliário foi ampliado pela Lei 10.303/01, com a inclusão do inciso IX, a seguir transcrito, no artigo 2º da Lei 6.385/76. A partir de então, tais contratos passaram a se sujeitar à regulamentação e à fiscalização da CVM, que passou a exigir o registro dos emissores e da distribuição pública, com todas as exigências de divulgação de informações daí decorrentes.

Art. 2º 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.

No *crowdfunding* de investimento, se observarmos, os investidores buscam, na prática, alternativa de investimento para seus recursos financeiros e têm a expectativa de, por meio dos esforços do empreendedor, remunerar o

seu capital. Isso significa dizer que, quando uma empresa capta recursos utilizando-se do *crowdfunding* de investimento, ela, na realidade, está emitindo títulos que se enquadram no conceito de valor mobiliário. Portanto, as emissões públicas nessa modalidade estão sujeitas às regras da CVM.

Inicialmente, as ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento basearam-se em dispositivos normativos à época vigentes, como o inciso III do art. 5º, da Instrução CVM 400, de 2003, que dispensava de registro a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de microempresas (“ME”) e empresas de pequeno porte (“EPP”), assim definidas em lei<sup>1</sup>, desde que observado o disposto nos §§ 4º a 8º do mesmo artigo. Tais parágrafos estabeleciam, por exemplo, um limite anual de oferta de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) e a necessidade de comunicar previamente à CVM a intenção de se valer dessa dispensa. A oferta realizada com base nessa dispensa era igualmente liberada da contratação de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. No mesmo sentido, os incisos IV e V do art. 7º, da Instrução CVM 480, de 2009, dispensavam de registro o emissor de valores mobiliários que fossem ME ou EPP.

Essa estrutura normativa, de certa forma, conseguiu acomodar algumas demandas desse mercado. Em 2015, por exemplo, a CVM concluiu 43 (quarenta e três) processos de dispensa de registro relacionados ao *crowdfunding* de investimento. Na média, as captações foram de aproximadamente R\$ 525.000,00 (quinhentos e vinte e cinco mil reais) e apenas quatro ultrapassaram o montante de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Excluídas essas, a média cai para R\$ 381.000,00 (trezentos e oitenta e um mil reais). Apenas uma utilizou o limite de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) permitidos pela norma. Em 2016, foram 24 ofertas fechadas com sucesso. A captação total atingiu R\$ 8.342.924,00, em uma média de R\$ 347.621,82 por oferta, em que participaram 1.099 investidores e quatro plataformas.

Entretanto, embora o arcabouço regulatório à época vigente tenha atendido a parte do mercado de *crowdfunding* de investimento, em especial aos emissores enquadrados no conceito legal de micro e pequena empresa, em emissões realizadas abaixo do limite estabelecido, ele não solucionava por definitivo a questão. Particularidades dessa nova forma de captação de recursos precisavam ser avaliadas, em um esforço para o desenvolvimento de uma regulamentação específica, como a melhor determinação do porte das empresas que estariam aptas a captar recursos nessa modalidade, as características da

---

1 Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

oferta, o papel, a competência, as responsabilidades e os deveres e obrigações das plataformas, além do próprio perfil do investidor<sup>2</sup>.

Diante desse desafio, e com o intuito de contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial, prover segurança jurídica para as plataformas eletrônicas e empreendedores de pequeno porte, além de promover adequada proteção aos investidores, a CVM, em junho de 2016, submeteu à audiência pública<sup>3</sup> proposta de regulamentação específica para o *crowdfunding* de investimento.

Após a análise das manifestações recebidas de inúmeros participantes durante o período de audiência pública, a CVM editou, em 13 de julho de 2017, a Instrução CVM Nº 588<sup>4</sup>, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.

Com a nova regulamentação, ficam automaticamente dispensadas de registro na CVM as ofertas públicas realizadas por sociedades empresárias de pequeno porte, assim entendidas aquelas constituídas no Brasil, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que não sejam registradas como emissores de valores mobiliários na Autarquia, desde que, entre outras exigências: um valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias e que seja garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 (sete) dias contados a partir da confirmação do investimento.

Além disso, os investidores podem participar desse tipo de oferta aplicando, no máximo, R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, a menos que seja considerado investidor qualificado, ou investidor líder, nos termos da ICVM Nº 588, ou, ainda, caso a sua renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese em que o limite anual passa a ser de até 10% (dez por cento) do maior desses dois valores por ano-calendário.

---

2 A CVM realizou uma pesquisa, em julho de 2015, com o objetivo de estudar as preferências e as opiniões dos investidores sobre essa nova modalidade de investimento. O relatório da pesquisa está disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/investidor/estudos/estudos.html>.

3 CVM. **Audiência Pública SDM 06/2016**. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm0616.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html).

4 CVM. **Instrução CVM Nº 588**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>.

A oferta pública deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo, pessoa jurídica registrada na CVM com autorização para exercer esse tipo de atividade, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores. A plataforma deve destinar uma página na rede mundial de computadores com informações essenciais mínimas sobre a oferta pública. Deve, ainda, preparar um material didático visando orientar os interessados nesse tipo de oferta.

Além disso, a plataforma deve estabelecer contratualmente as informações que a sociedade empresária de pequeno porte se compromete a divulgar, com indicação da sua periodicidade e da data-limite para disponibilização, e o dever de comunicar à plataforma: encerramento das atividades; alteração no objetivo do plano de negócios que consta das informações essenciais da oferta; ou qualquer fato estipulado em cláusula contratual referente a pagamento ou a vencimento antecipado, ou que possa acarretar o exercício de qualquer outro direito pelos titulares dos valores mobiliários ofertados.

A regulamentação da CVM prevê, também, a possibilidade de as plataformas de investimento admitirem no seu ambiente eletrônico o agrupamento de investidores apoiadores de um investidor líder em um sindicato de investimento participativo para fins de participação nessas ofertas públicas, entre outras disposições.

Desde a edição do normativo, o crescimento do mercado de *crowdfunding* de investimento foi significativo. Em 2018, o total de ofertas atingiu R\$ 46.006.340,00, alta de 451% em relação a 2016, quando ainda não havia a regulamentação específica, e o valor médio de captação chegou a R\$ 1.000.137,83. Considerando o mesmo intervalo de tempo, as ofertas fechadas com sucesso evoluíram de 24 para 46, e o número de investidores chegou a 8.966, alta de pouco mais de 715%, e o número médio de investidores por oferta cresceu 323%, atingindo o total de 195. No mesmo período, o número de plataformas saiu de 4 para 14.

Nesse novo cenário, e considerando ainda o potencial existente, é fundamental que os investidores conheçam os benefícios e todos os possíveis riscos envolvidos nesse mercado, para que possam tomar a sua decisão de investimento de forma mais consciente, conforme os seus objetivos e o seu perfil. Da mesma maneira, é preciso que os empreendedores e os intermediários compreendam adequadamente o seu papel e as suas responsabilidades nesse mercado, para que possam cumprir as suas funções de acordo com as regras estabelecidas.

Assim, com intuito educacional, a CVM e a Fundação Getúlio Vargas lançam esta publicação, a segunda no âmbito do convênio de cooperação técnica e acadêmica firmado entre as duas entidades. Esperamos que ela cumpra o seu papel de esclarecer aos interessados sobre as principais características, oportunidades e riscos existentes nesse novo e promissor mercado de *crowd-funding* de investimento. Boa leitura a todos!

Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores — SOI/CVM  
Maio de 2019

## **CARTILHA DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO À LUZ DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017**

Orientações a potenciais investidores, empreendedores, administradores de plataformas eletrônicas de investimento participativo e demais interessados sobre as ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos da Instrução CVM Nº 588, de 13 de julho de 2017.

Rio de Janeiro, março de 2019.



## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	37
1.1 Sistema Financeiro	37
1.1.1 Mercado de Capitais	38
1.2 <i>Crowdfunding</i>	39
2. CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO	40
2.1 Regulamentação do <i>Crowdfunding</i> de Investimento	41
2.1.1 Características Gerais das Ofertas Públicas via <i>Crowdfunding</i> de Investimento	42
2.2 Agentes Envolvidos no <i>Crowdfunding</i> de Investimento	47
2.2.1 Plataforma	49
2.2.2 Investidor	55
2.2.3 Emissor	59
2.3 Riscos Associados ao <i>Crowdfunding</i> de Investimento	62
3. CONCLUSÃO: VANTAGENS E DESVANTAGENS	66
4. PASSO A PASSO PARA REALIZAÇÃO DE UMA OFERTA VIA CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO	68
5. GLOSSÁRIO	72



## 1. Introdução

Em sua origem, o mercado de capitais, mercadorias e futuros era economicamente intermediado por corretores (pessoas físicas ou jurídicas) especializados em atrair investidores interessados em comprar e vender títulos ou valores mobiliários.

A busca por investidores ocorria em salões de negócios, nos quais os corretores disputavam ofertas em um mesmo espaço físico e ofereciam variadas formas de investimento.

Ao longo dos anos, a intermediação entre investidores e emissores foi modernizada e passou a ser realizada principalmente por meio de “*Home Broker*”, um sistema de negociação de títulos vinculado à corretora, que permite aos investidores submeterem ordens de compra e venda por meio da internet, sem a necessidade de interação física com os corretores.

Com as mudanças no cenário socioeconômico mundial, impulsionadas pelo desenvolvimento de novas tecnologias, as ofertas públicas de valores mobiliários tornaram-se mais flexíveis e economicamente viáveis para projetos menores. Antes, apenas ofertas de grandes companhias seriam possíveis.

O *crowdfunding* de investimento, que será detalhado adiante, nada mais é do que um “*home market*”, uma página na internet que conecta investimentos a investidores, sujeitos a riscos e oportunidades inerentes ao mercado de capitais.

### 1.1 Sistema Financeiro

Podemos conceituar o sistema financeiro como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia.

Não é difícil perceber a importância desse sistema para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação. Se, por exemplo, determinada empresa não conseguir captar os recursos de que necessita para realizar investimentos na produção de forma eficiente, provavelmente ela não realizará o investimento, deixando de empregar e de gerar renda. O papel de ofertar crédito desempenhado pelas instituições financeiras reduz esse problema.

O processo de oferta de crédito e produtos financeiros com risco de crédito ou com risco de performance foi e vem sendo aprimorado ao longo da história. Desenvolveram-se novos ativos financeiros e aspectos operacionais específicos para cada tipo de demanda.

Características como prazo, fatores de risco, garantias, instrumentos que formalizam as relações jurídicas e econômicas, entre outros aspectos, como

taxa de juros, câmbio e rentabilidade futura, variam em cada situação e são definidos e avaliados diariamente no que se convencionou chamar de mercado financeiro.

Atualmente, essas diferentes classificações ajudam a compreender um pouco mais de cada mercado, suas peculiaridades, riscos e vantagens. De forma geral, o sistema financeiro segmentou-se em quatro grandes mercados: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado de capitais.

A competência para regulamentar, fiscalizar e sancionar esses mercados foi atribuída à Comissão de Valores Mobiliários (no âmbito do mercado de capitais) e ao Banco Central do Brasil (no tocante aos mercados monetário, de crédito e de câmbio).

### **1.1.1 Mercado de Capitais**

Conceitua-se o mercado de capitais como o segmento do mercado financeiro no qual são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, por meio da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos.

Na relação que se estabelece no mercado de capitais, os investidores emprestam seus recursos diretamente para as empresas, adquirindo títulos, chamados de valores mobiliários, que representam alguma expectativa de retorno conforme as condições estabelecidas no negócio.

Os valores mobiliários podem ser títulos de dívida, como é o caso das notas promissórias e debêntures, em que se estabelece uma relação de crédito entre as partes tomadora (emissora) e provedora (debenturista); títulos patrimoniais ou de capital, por meio dos quais os investidores se tornam sócios do negócio, caso das ações; ou ainda títulos híbridos, que reúnem elementos característicos dos títulos de capital e dos instrumentos de dívida, como é o caso de títulos conversíveis em ações ou determinados valores mobiliários “perpétuos”.

Em síntese, uma empresa que esteja diante da necessidade de novos investimentos possui três fontes possíveis para captação de recursos. A escolha de uma das alternativas é uma decisão corporativa com sentido financeiro e estratégico para o negócio, que deverá avaliar os custos e benefícios entre as seguintes opções:

- utilização de recursos próprios, como lucros acumulados ou novos aportes;
- contratação de financiamento bancário, por meio das linhas de crédito tradicionais ou linhas de financiamento governamentais, como o BNDES; ou
- utilização do mercado de capitais, por meio de emissão pública de títulos diretamente aos investidores.

A Comissão de Valores Mobiliários — CVM, entidade autárquica em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, é o órgão responsável por disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais. No âmbito do seu poder regulamentar, a CVM edita uma série de instruções contendo regras aplicáveis aos *players* do mercado de capitais.

Em resumo, pode-se afirmar que o mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois permite a transformação de poupança pública em investimento produtivo, o que é essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica moderna.

## 1.2 Crowdfunding

*Crowdfunding*, termo incorporado da língua inglesa, consiste na arrecadação de recursos financeiros (*funding*) por meio da contribuição de um grande número de pessoas (*crowd*).

Esse fenômeno de captação de recursos via *web* começou em 2000, mas ganhou ampla visibilidade em 2008, quando diversas pessoas doaram pequenas quantias por meio de um aplicativo para a campanha presidencial do então candidato Barack Obama, que totalizaram US\$ 118 milhões<sup>1</sup>.

No *crowdfunding*, a divulgação dos projetos e a posterior arrecadação ocorrem em um ambiente virtual mantido por uma nova modalidade de prestador de serviços, chamada plataforma, que faz a ligação entre os projetos e aqueles que desejam investir remotamente.

Antes de adentrar na análise da regulamentação desse instituto pela CVM, cumpre destacar que, embora o *crowdfunding* de investimento esteja ganhando cada vez mais espaço e atenção no mercado de capitais, a possibilidade de retorno financeiro para os investidores interessados em participação societária é considerada arriscada e de médio prazo. Nesse sentido, recente pesquisa divulgada pela CVM<sup>2</sup> demonstrou que a expectativa de retorno dos interessados no *crowdfunding* de investimento é incompatível com a atual realidade dessa forma de investimento, uma vez que a maioria dos entrevistados espera obter ganhos em menos do que o mínimo de três anos, período de maturação<sup>3</sup> para um investimento com as características do *crowdfunding*.

---

1 Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/colunas/ronaldolemos/2016/06/1780972-crowdfunding-para-financiar-a-politica.shtml>.

2 “Pesquisa sobre *Crowdfunding*” COP / SOI, divulgada em agosto de 2015 pela CVM. Disponível em: <http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2016/01/Relatório-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf>.

3 O prazo de maturação é o período de tempo que o negócio vai levar para iniciar a distribuir dividendos aos investidores, conforme estabelecido no plano de negócios.

## 2. *Crowdfunding* de Investimento

Conforme destacado anteriormente, o *crowdfunding* de investimento, espécie do gênero *crowdfunding*, é uma modalidade de captação de recursos, realizada integralmente pela internet, que objetiva viabilizar o financiamento de projetos e empresas.

O *crowdfunding* de investimento compreende, de um lado, pequenas e médias empresas que visam captar recursos para financiar e viabilizar a realização de suas ideias, projetos e/ou empreendimentos — em sua grande maioria em estágio inicial —, e, de outro lado, investidores interessados em adquirir eventual participação societária ou títulos que envolvam uma remuneração fixa.

Essa modalidade inovadora de captação de recursos pode ser caracterizada um financiamento colaborativo, que se torna viável por meio de uma oferta pública de valores mobiliários, na qual os investidores, em regra, aportam pequenas quantias em comparação às ofertas tradicionais.

O processo de captação inicia-se com a proposta dos idealizadores de determinado projeto divulgando a oferta, ato conhecido como *pitch*, em uma plataforma na internet, onde estarão disponíveis os documentos da oferta e material para informação dos investidores, que incluem os documentos do Anexo 8 e o Pacote de Documentos Jurídicos, conforme detalhados adiante.

Caso o valor necessário para o financiamento da sociedade não seja arrecadado, a oferta não será efetivada e os investidores que haviam se comprometido com o projeto receberão o dinheiro investido de volta no prazo de cinco dias úteis após o encerramento da oferta.

Se, por outro lado, o empreendimento obtiver os recursos necessários para atingir sua meta de financiamento, os investidores (i) se tornarão titulares de um valor mobiliário que dá direito a um crédito perante a sociedade emissora; (ii) ganharão participação no capital social da emissora; ou (iii) obterão títulos conversíveis em participação no negócio e os idealizadores poderão acessar os recursos obtidos para colocar em prática o projeto.

Uma vez detentor de participação na sociedade emissora, o investidor passa a ser sócio dessa empresa, fazendo jus aos lucros, se existentes, e assumindo os riscos do negócio com os idealizadores.

Alternativamente, a oferta pode ser de títulos conversíveis em participação, de modo que os investidores passam a deter um título que no futuro poderá ser “transformado” em um título de participação na sociedade, tornando os investidores sócios do empreendimento, de acordo com as condições estabelecidas nos documentos da oferta. Isto é, caso o investidor detenha um título conversível em participação, os documentos da oferta deverão estipular a sua forma de remuneração até a efetiva conversão em participação no empreendimento. Nessa hipótese, o investidor poderá ser remunerado com base em uma

taxa de juros incidente sobre o valor investido, paga de acordo com prazos determinados nos documentos da oferta ou com parte dos lucros da sociedade, como se fosse sócio. Além disso, os detentores de títulos conversíveis podem ter sua participação comprada por um investidor estratégico.

Por fim, a sociedade que deseja realizar a oferta pública pode também emitir títulos de dívida, que dão ao titular um direito de crédito contra a emissora. Nesse caso, o investidor não se torna sócio e não passa a incorrer nos riscos do negócio com os demais empreendedores.

## 2.1 Regulamentação do *Crowdfunding* de Investimento

Preliminarmente, cumpre destacar que, em regra, apenas companhias abertas podem ofertar seus valores mobiliários publicamente<sup>4</sup>. Para que uma companhia abra seu capital, ela deve protocolar um pedido de registro de companhia aberta na CVM, que geralmente vem acompanhado de pedido de registro para realização de uma oferta de ações ao público, conhecida como IPO<sup>5</sup>.

Além do pedido de registro de companhia aberta e de oferta pública na CVM, a empresa deve solicitar também o pedido de listagem na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. É por meio desse pedido que ela vai ser autorizada pela bolsa a utilizar o ambiente de negociação e receberá o *ticker* de pregão e o código pelo qual a ação será conhecida na bolsa.

Vale destacar que, uma vez obtido o registro de companhia aberta, a sociedade passa a se submeter a todas as regras editadas pela CVM no âmbito do seu poder regulamentar, que envolvem, para sua aplicação, altos custos e esforços internos. Por essa razão, a autarquia concede a prerrogativa de dispensa de registro em determinados casos, de modo a viabilizar e incentivar a participação de mais agentes no mercado de capitais.

A Instrução CVM 400, de 2003, disciplina as ofertas públicas de valores mobiliários em geral e estabelece as situações de obrigatoriedade do registro e os casos de dispensa. A Instrução trata, ainda, dos aspectos relacionados à informação, ao sistema de distribuição, ao recebimento de reservas e às normas

---

4 Oferta pública de distribuição é o processo de colocação, com o público, de certa quantidade de títulos ou valores mobiliários para venda. Envolve desde a coleta das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários a serem ofertados até a efetiva colocação no público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, a liquidação financeira e física dos recursos aplicados e participações recebidos em contrapartida, entre outras etapas.

*Alguns fatores definidos na legislação que caracterizam a oferta como pública e ensejam, por essa razão, a incidência das regras da CVM são: a utilização de listas ou boletins, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, entre outros. Isto é, quando a sociedade divulga um valor mobiliário a um público indeterminado, ele diante de uma oferta pública.*

5 Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de oferta pública inicial ou IPO (do inglês *Initial Public Offering*).

de conduta a serem observadas previamente, no curso e após a realização das ofertas, entre outros assuntos.

Em resumo, qualquer emissor e qualquer oferta pública devem, em regra, ser registrados na CVM para que a captação de recursos com o público seja possível, o que torna o custo da oferta inacessível para empresas de pequeno e médio porte.

Tendo em vista esse empecilho e o interesse em incentivar o crescimento de tais empresas, em julho de 2017 a CVM editou a Instrução CVM 588, na qual previu, entre outros tratamentos excepcionais, a isenção desses registros para ofertas públicas realizadas por Sociedade Empresária de Pequeno Porte – SEPP.

Isto é, após a edição da Instrução CVM 588, foi instituído um regime diferenciado de processamento de ofertas públicas no contexto do *crowdfunding* de investimento, o qual prevê a dispensa automática de registro prévio na CVM desse tipo de oferta pública, desde que respeitados todos os requisitos exigidos na regulamentação, os quais serão objeto de análise nos capítulos subsequentes.

### ***2.1.1 Características Gerais das Ofertas Públicas via Crowdfunding de Investimento***

#### *Dispensa Automática e Isenções*

A Instrução CVM 588 prevê para a captação de recursos via *crowdfunding* de investimento a dispensa do registro, que abrange tanto a SEPP emissora quanto a própria oferta pública de determinado valor mobiliário.

Além disso, a Instrução CVM 588 também dispensa a emissora da obrigação de contratar instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários como corretoras e distribuidoras, por exemplo, para colocação dos títulos ofertados.

Tais isenções permitem a estruturação de ofertas públicas na modalidade *crowdfunding* de investimento de maneira simples e eficiente na internet, sem diversos procedimentos de alto custo exigidos para ofertas públicas tradicionais.

Por outro lado e para compensar em alguma medida essas dispensas, a regulamentação tornou obrigatório o prévio credenciamento das plataformas, que atuam com exclusividade em ofertas dessa natureza, e previu uma série de regras que devem ser cumpridas em momento anterior, posterior e no curso das ofertas nessa modalidade. Para mais informações sobre direitos, deveres e responsabilidades da plataforma e demais *players*, vide Capítulo 2.2 desta Cartilha.

### *Qualificação da Emissora*

Para se qualificar como SEPP e poder se utilizar dos procedimentos simplificados previstos na nova regulamentação, a sociedade: (i) deve ser constituída no Brasil e registrada no registro público competente; (ii) não pode estar registrada como emissor de valores mobiliários na CVM; e (iii) deve ter receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta<sup>6</sup>.

Ainda no que diz respeito à qualificação do emissor, vale mencionar que, até a edição da Instrução CVM 588, as ofertas públicas na modalidade *crowdfunding* de investimento eram permitidas apenas às sociedades limitadas, tipo societário que possui limitações próprias que a tornam um veículo menos adequado para receber uma grande quantidade de sócios, inviabilizando ofertas de valores mobiliários que geram participação no capital.

A vantagem das sociedades anônimas decorre da forma institucional de registro de ingresso e movimentação dos sócios e suas participações, os quais não dependem de alteração contratual, de forma que as transferências de ações ocorrem por meio de contratos bilaterais, registrados em livro próprio, e não no contrato social.

Hoje, a recém-editada Instrução CVM 588 permite que as ofertas públicas nessa modalidade sejam realizadas por sociedade empresária regularmente constituída e registrada no registro público competente, sendo os tipos societários mais utilizados as sociedades limitadas e anônimas (ver Glossário para mais informações).

Vale destacar, quanto a esse ponto, que a opção por um ou outro tipo societário é de extrema relevância na medida em que impacta diretamente o custo de operacionalização e, conseqüentemente, a viabilidade e atratividade da oferta.

### *Distribuição Parcial*

A regulamentação admite a chamada distribuição parcial desde que a ofertante estabeleça os valores alvo mínimo e máximo de captação, observado que o mínimo deve ser igual ou superior a 2/3 do máximo.

Isto é, caso não haja demanda suficiente para subscrição de todos os valores mobiliários ofertados, a SEPP pode prever a distribuição em quantidade mínima predeterminada, que, se alcançada, implicará o sucesso da oferta, ainda que não tenha sido atingido o valor alvo máximo da captação.

---

6 Renda bruta anual é a soma dos rendimentos recebidos durante o ano-calendário e constantes da sua declaração de ajuste anual do imposto de renda, incluindo os rendimentos tributáveis, isentos e não tributáveis, tributáveis exclusivamente na fonte ou sujeitos à tributação definitiva.

### *Período de Desistência*

De acordo com a nova regulamentação, deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 dias contados da confirmação do investimento. Tal desistência, desde que efetivada dentro do prazo, deve ser isenta de multas ou quaisquer penalidades.

### *Destinação de Recursos*

Os recursos captados pela SEPP emissora em eventual oferta não podem ser utilizados para (i) operações de reestruturação societária, a exemplo de fusão e incorporação; (ii) aquisição de valores mobiliários de emissão de outras sociedades; e (iii) concessão de crédito a outras sociedades.

Isto é, há uma clara preocupação do órgão regulador para que a *startup* ofertante invista os recursos obtidos com a oferta no desenvolvimento de sua atividade, uma vez que é esse o objeto de incentivo da norma. Assim, para garantir que o montante captado seja utilizado no objeto social da SEPP emissora, a CVM vedou o uso para os fins diversos mencionados anteriormente.

### *Limitações da Oferta*

Entre as limitações impostas a ofertas na modalidade *crowdfunding* de investimento, merecem destaque as associadas a valor e tempo. Nesse sentido, de acordo com a Instrução CVM 588, os recursos captados não podem exceder o montante de R\$ 5.000.000,00 na oferta e em um mesmo ano-calendário.

Além disso, o prazo de captação deve ser definido previamente à divulgação da oferta e não pode ser superior a 180 dias. Vale destacar, a esse respeito, que o prazo de captação não se confunde com o prazo de 120 dias previsto na regulamentação, que diz respeito ao lapso temporal entre uma e outra oferta realizadas via *crowdfunding* de investimento. Isto é, a SEPP emissora pode captar recursos em uma oferta que dure até seis meses e deve respeitar um prazo de quatro meses entre duas ofertas efetivadas nos termos da Instrução CVM 588.

Por fim, é importante ressaltar que a SEPP que já tiver se utilizado do procedimento simplificado previsto na Instrução CVM 588 e estiver inadimplente em relação à prestação de informações contínuas após a realização da oferta (conforme mencionadas no item a seguir) ficará impedida de realizar nova oferta.

### *Divulgação da Oferta e Informações Essenciais e Contínuas*

Durante o prazo de realização da oferta, um conjunto de documentos, conhecido como material publicitário, é disponibilizado a potenciais investidores com o objetivo de apresentar: (i) o emissor; (ii) o valor mobiliário ofertado; (iii) os termos e condições da oferta; e (iv) os riscos do investimento.

Dada a sua extrema importância e capacidade de manipulação, a utilização de material publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, sofre algumas limitações e depende da observância de diversas regras.

A título de exemplo, no regime da Instrução CVM 400, que regulamenta as ofertas públicas tradicionais, a utilização de qualquer material publicitário depende da prévia aprovação do órgão regulador, que possui um prazo para analisar a regularidade e a conformidade do texto publicitário com os documentos da oferta.

Com relação ao *crowdfunding* de investimento, a Instrução CVM 588 veda expressamente a utilização de material publicitário.

Contudo, diferentemente do que ocorre nas ofertas tradicionais, após a edição da Instrução CVM 588, a SEPP emissora e o investidor líder, se houver, estão autorizados a divulgar a oferta sem depender de prévia aprovação da CVM. Ou seja, a partir da entrada em vigor da nova Instrução, tornou-se possível a divulgação da existência da oferta em ambiente alheio ao da plataforma, desde que respeitadas as exigências da regulamentação, sem que haja, inclusive, submissão de tais informações à CVM.

Nesse sentido, é permitida a divulgação sobre a oferta em redes sociais e no site da emissora na rede mundial de computadores, desde que essa divulgação se limite a informar sobre a existência da oferta e direcione o potencial investidor para a página da oferta na plataforma, sem veiculação de nenhum material publicitário.

Além disso, é permitida, também, a divulgação da oferta por meio de contatos, encontros e eventos, inclusive presenciais, desde que:

- i. as informações transmitidas sejam consistentes com as informações da oferta existentes na plataforma;
- ii. não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da oferta;
- iii. todas as comunicações sejam gravadas e passíveis de verificação pela CVM; e
- iv. não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente (seja físico ou eletrônico) distinto do da plataforma.

Não obstante a possibilidade de a oferta ser divulgada por outros meios, ressalta-se que a fonte primária das informações da oferta deve consistir na página da plataforma a ela destinada. A Instrução CVM 588, em seu Anexo 8, lista as chamadas “informações essenciais sobre a oferta pública”, que incluem:

- i. informações jurídicas e financeiras sobre a SEPP emissora, como número de empregados, patrimônio líquido e identificação dos principais executivos;
- ii. informações sobre o plano de negócios, que incluem o propósito da oferta, o público-alvo do empreendimento, a destinação dos recursos obtidos com a oferta e o faturamento esperado para os cinco anos subsequentes;
- iii. informações sobre o valor mobiliário ofertado, por exemplo, o tipo, quantidade, valor total e direitos associados (crédito, participação ou possibilidade de conversão ou transferência);
- iv. informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver;
- v. comunicação sobre a prestação de informações contínuas após a oferta, campo no qual a emissora deverá descrever as informações que divulgará aos investidores e a periodicidade;
- vi. alerta sobre riscos;
- vii. informações sobre conflitos de interesse relacionados à atuação da plataforma como intermediária;
- viii. informações sobre a remuneração da plataforma eletrônica de investimento participativo e os critérios utilizados para sua determinação; e
- ix. informações sobre a tributação aplicável.

Entre as exigências que devem ser cumpridas para que as informações da oferta sejam disponibilizadas na plataforma, merece destaque a necessidade de as informações serem escritas em linguagem clara, objetiva, serena, moderada e adequada ao tipo de investidor a que a oferta se destina. Adicionalmente, é imprescindível que as informações sejam verdadeiras, consistentes e não induzam o investidor a erro, contendo, inclusive, frase padronizada esclarecendo que:

A sociedade empresária de pequeno porte e a oferta apresentada nesta plataforma estão automaticamente dispensadas de registro pela Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

A CVM não analisa previamente as ofertas.

As ofertas realizadas não implicam por parte da CVM a garantia da veracidade das informações prestadas, de adequação à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade da sociedade empresária de pequeno porte.

Antes de aceitar uma oferta leia com atenção as informações essenciais da oferta, em especial a seção de alertas sobre riscos.

No que diz respeito à prestação de informações contínuas, ressalta-se que, nos termos do Anexo 8, a SEPP deve, no momento da oferta, descrever quais informações se compromete a divulgar para os investidores na plataforma após a conclusão da oferta, descrevendo as informações e a periodicidade em que serão prestadas. São exemplos de informações relevantes para divulgação contínua: indicadores de desempenho, informações financeiras, desenvolvimento de novos produtos, mudanças de equipe, entre outras.

A esse respeito, vale destacar que não há um rol taxativo de informações que devem ser prestadas. Isto é, de acordo com a sistemática criada pela CVM, cada emissor avalia quais informações são importantes e devem, portanto, ser fornecidas para os investidores. Esse modelo parte da premissa de que certas informações podem se mostrar relevantes no contexto de desenvolvimento de determinada atividade, e não em outro. O número de downloads, por exemplo, é um medidor de sucesso importante no caso de uma *startup* que desenvolve aplicativos de celular, mas pode não se aplicar em outros casos.

## **2.2 Agentes Envolvidos no *Crowdfunding* de Investimento**

A Instrução CVM 588 previu certos direitos e deveres específicos para os agentes que atuam no *crowdfunding* de investimento, além do fato de eles também estarem sujeitos às práticas de mercado e políticas de divulgação de informações, observadas as peculiaridades dessa modalidade de investimento.

O quadro seguinte apresenta resumidamente os principais deveres e direitos dos agentes envolvidos no *crowdfunding* de investimento, quais sejam, a plataforma, o investidor e o emissor.

Deveres/Obrigações	
Plataforma	Obter prévio credenciamento na CVM
	Supervisionar o emissor e a oferta pública dispensados de registro para garantir que estes estão cumprindo com as obrigações impostas pela norma
	Agir com diligência e tomar devidas cautelas para assegurar que as informações prestadas pelo emissor são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes
	Agir de maneira imparcial e transparente
	Cumprir com as regras de conduta e procedimentos impostos na regulamentação
	Supervisionar com elevada diligência o processo de captação e transferência de recursos dos investidores para os empreendedores
	Firmar contrato com emissor e estipular cláusulas relacionadas à prestação de informações contínuas após a oferta
Investidor	Investir de forma prudente e informada, tendo ciência dos riscos a que estão sujeitos no <i>crowdfunding</i> de investimento
	Observar os limites de investimento impostos pela norma de acordo com seu perfil declarado de investimento
	Atuar junto com o emissor, caso demandado, para exercer direitos e deveres decorrentes do valor mobiliário ofertado (direito de conversão, direito de alienação conjunta)
Emissor	Prestar informações claras, objetivas e diretas
	Agir de maneira imparcial e transparente com investidores
	Prestar as informações continuadas a que se comprometeu após a conclusão da oferta

Direitos	
Plataforma	Receber remuneração pelo serviço prestado
	Não ser responsabilizada por maus investimentos, desde que observadas as obrigações impostas na regulamentação
Investidor	Receber informações da plataforma e dos emissores durante a oferta e, quando aplicável, após a oferta
	Receber retorno do seu investimento nos casos nos quais o projeto é bem-sucedido, no caso do <i>equity crowdfunding</i> ou nos prazos estipulados quando se tratar de oferta envolvendo títulos de dívida
	Direito ao arrependimento no prazo de sete dias
Emissor	Ter seu empreendimento tratado de forma isonômica em relação aos demais pela plataforma

### 2.2.1 Plataforma

De acordo com a Instrução CVM 588, a plataforma é uma pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários exclusivamente por meio de página na internet, programa, aplicativo ou qualquer meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores. Em outras palavras, pode-se afirmar que a plataforma é a intermediária da oferta pública, sendo o instrumento por meio do qual as SEPPs que desejam emitir valores mobiliários encontram os potenciais investidores.

A CVM requer o credenciamento prévio de diversos agentes que desempenham funções no mercado de capitais, como administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários. O objetivo desse credenciamento prévio é criar mecanismos de proteção ao investidor, de forma a impedir situações de potencial conflito de interesses, manipulação de mercado ou uso de informações privilegiadas.

Nesse sentido, a regulamentação da CVM prevê que as plataformas devem obter, com o órgão, registro para funcionar, com exclusividade, como intermediária no âmbito das ofertas públicas na modalidade *crowdfunding* de investimento. Para isso, as plataformas devem atender a diversos requisitos, a saber:

- (i) ser devidamente registrada no CNPJ;
- (ii) dispor de capital integralizado mínimo de R\$100.000,00;
- (iii) dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia adequados e passíveis de verificação para:
  - (a) efetuar a identificação do investidor e da sua qualificação, incluindo a guarda das declarações mencionadas abaixo;
  - (b) efetuar o registro da participação do investidor na oferta;
  - (c) obter e garantir a guarda do termo de ciência de risco firmado pelo investidor;
  - (d) divulgar aos investidores o conjunto de informações exigido pela Instrução;
  - (e) assegurar que os investimentos realizados por meio da plataforma não se comuniquem com seu patrimônio próprio (incluindo administradores e quaisquer pessoas ligadas), do investidor líder ou do emissor (até o encerramento da oferta).
- (iv) elaborar um código de conduta aplicável aos sócios, administradores e funcionários.

Em resumo, a plataforma deve, no pedido de autorização protocolado na CVM, mostrar ao órgão regulador que possui infraestrutura e capacidade técnica para cumprir, na prática, todas as obrigações a ela impostas, as quais possuem como objetivo promover a higidez do sistema de distribuição de valores mobiliários nesse ecossistema de distribuição na plataforma.

Nesse sentido, após o protocolo, a CVM possui, em regra, 90 dias para analisar o pedido de autorização, o qual pode ser indeferido caso a requerente não demonstre capacidade financeira e condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade, ou caso deixe de atender outro requisito previsto na Instrução CVM 588.

#### *Deveres da Plataforma*

Tendo em vista o papel fundamental que a plataforma desempenha no *crowd-funding* de investimento, a Instrução CVM 588 dispõe sobre diversos deveres que esta deve obedecer para que se assegure a confiabilidade dessa modalidade de captação de recursos. Entre eles, listamos alguns dos principais deveres previstos na referida Instrução, quais sejam, o de informar, de diligência e de imparcialidade.

O primeiro dever da plataforma é o de informar, que decorre da função básica por esta desempenhada, de funcionar como mediadora na captação de recursos, conectando investidor e emissor.

Assim, a plataforma deve zelar pela redução da assimetria de informações entre ambos, fornecendo subsídios para que o investidor tenha conhecimento suficiente sobre o projeto no qual pretende alocar seus recursos e para que o emissor saiba das condições a que estará submetido ao colocar o novo projeto em seu site (e.g., o emissor deve saber quais taxas serão cobradas ao optar pelos serviços da plataforma).

Não basta, no entanto, que a plataforma preste essas informações. Isso deve ser feito de forma clara, direta e objetiva, sem que haja excesso ou confusão de informações.

Com relação ao dever de informar, pode-se afirmar que a principal obrigação da plataforma é destinar uma página de destaque na internet, aplicativo ou outro meio eletrônico utilizado contendo todas as informações da oferta consideradas essenciais pela Instrução CVM 588, nos termos do seu Anexo 8.<sup>7</sup>

O Anexo 8 deve ser lido atentamente por potenciais investidores, pois contém as informações básicas (i) da SEPP, tanto financeiras quanto societárias; (ii) do plano de negócios; (iii) do valor mobiliário ofertado; e, se houver, (iv) do

---

7 Nos termos do art. 9º da Instrução CVM 588, a página que contém as informações essenciais da oferta pública (Anexo 8) deve ser mantida em operação e disponível por pelo menos 5 anos para os investidores que tenham realizado aportes nas ofertas que lograrem êxito.

Sindicato de Investimento Participativo (SIP). Além disso, há, nesse documento, seções destinadas a esclarecimentos sobre a prestação de informações aos investidores após a conclusão da oferta, aos fatores de risco envolvidos, potenciais conflitos de interesse, remuneração da plataforma e tributação aplicável.

Além disso, em outra página, a plataforma deve apresentar aos potenciais investidores o Pacote de Documentos Jurídicos, que inclui: (i) o contrato/estatuto social da SEPP; (ii) cópia da escritura de debêntures ou do contrato de investimento que represente o valor mobiliário ofertado, conforme o caso; e (iii) cópia do regulamento, contrato ou estatuto social do veículo de investimento que constitui o Sindicato de Investimento Participativo, se houver.

Ainda no âmbito do dever de informar, a Instrução CVM 588 exige que a plataforma divulgue o encerramento da oferta — em caso de sucesso — utilizando modelo específico anexo à referida Instrução. Na hipótese de a oferta não ser concluída, a plataforma deve divulgar imediatamente a sua suspensão ou cancelamento. No caso de suspensão, a plataforma deve facultar aos investidores que já tiverem confirmado o investimento a possibilidade de revogá-lo até o quinto dia útil posterior ao recebimento da comunicação de suspensão.

O segundo e talvez mais importante dever da plataforma é o de agir com elevados padrões de diligência para assegurar que todas as etapas e procedimentos do *crowdfunding* de investimento estejam de acordo com a regulamentação. Isto é, à plataforma foi atribuído um papel de *gatekeeper* e cabe a ela envidar esforços para impedir que projetos fraudulentos estejam disponíveis à captação de recursos do investidor e venham, assim, a comprometer a higidez do sistema de *crowdfunding* de investimento.

Vale ressaltar, quanto a esse ponto, que todos os *players* e aspectos envolvidos no *crowdfunding* de investimento devem passar pela análise prévia da plataforma no âmbito do seu dever de diligência. Ou seja, há deveres de verificação previstos na Instrução CVM 588 relacionados ao emissor, seus administradores e pessoas ligadas, aos investidores e ao valor mobiliário a ser ofertado.

Conforme já mencionado, a Instrução CVM 588 previu obrigações específicas relativas ao dever de diligência da plataforma, as quais incluem, por exemplo: (i) a verificação do cumprimento das condições para que o emissor seja considerado SEPP; (ii) a conformidade entre o valor mobiliário a ser emitido e o tipo societário da SEPP; e (iii) a constatação de que o valor da captação não supera o limite de R\$5.000.000,00 e o prazo de 180 dias.

Além disso, para garantir que os investidores não aportem recursos em valor maior ao permitido na Instrução CVM 588, a plataforma deve: (i) verificar o montante já aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas no seu ambiente; (ii) quando se tratar de investidor qualificado, obter declaração do investidor atestando seu enquadramento nas condições exigidas; e (iii) obter declaração

do investidor atestando que, quando somado o valor a ser investido na oferta aos já investidos no mesmo ano-calendário em outras ofertas nessa modalidade, o montante total não ultrapassa o limite previsto na Instrução.

O terceiro dever a ser observado é o de agir de maneira imparcial e transparente, e essa obrigação existe tanto no tratamento dado aos emissores quanto no âmbito da relação da plataforma com os investidores. O dever de imparcialidade exige que a plataforma divulgue as informações de forma equitativa a todos os destinatários da oferta pública e a impede de hierarquizar ou discriminar os empreendimentos, seja com base em sua origem, função ou qualquer outro fator.

Nesse sentido, a plataforma não pode, por exemplo, cobrar taxas diferenciadas para assegurar posição de destaque no site eletrônico. Já o dever de transparência obriga a plataforma a deixar claro: (i) as taxas cobradas; (ii) as obrigações para com os usuários, sejam eles investidores ou emissores; (iii) os benefícios financeiros ou de outra ordem que cada sócio da plataforma e esta irão auferir em virtude do sucesso dos empreendimentos disponibilizados.

#### *“Direitos” da Plataforma*

Além dos deveres já apresentados, listamos, a seguir, alguns “direitos” atribuíveis às plataformas.

O primeiro é o de receber informações. Para que a plataforma possa funcionar como boa mediadora entre investidores e emissores, é necessário que ela tenha informações relativas ao perfil do investidor, do emissor e do empreendimento a ser divulgado.

Nesse sentido, a plataforma tem o direito não apenas de receber informações, mas também de requisitá-las quando não estiver satisfeita com os dados fornecidos, suspeitar da legalidade de algum projeto ou mesmo quando os investimentos não parecerem se adequar ao perfil de investidor.

O segundo direito da plataforma é o de receber uma remuneração pelo serviço que presta, uma vez que, ao fazê-lo, se reveste de características de um prestador de serviços, permitindo que os emissores usem seu espaço virtual para captação de recursos. É, portanto, devida a ela remuneração, nos termos acordados com a SEPP emissora.

A esse respeito, vale mencionar que a plataforma pode receber remuneração fixa, taxa de sucesso associada ao atingimento do valor alvo, percentual de desempenho e até valores mobiliários da SEPP emissora — distribuídos ou não na oferta —, sendo imprescindível apenas que a informação acerca da forma de remuneração da plataforma seja divulgada aos potenciais investidores.

O terceiro direito da plataforma é o de não ser responsabilizada por maus investimentos, desde que tomados os cuidados mínimos para evitar a ocor-

rência de fraudes. O investidor deve ter em mente que a plataforma funciona como mera mediadora, não lhe competindo garantir o sucesso dos empreendimentos feitos ou ressarcir eventuais prejuízos.

Assim, a disponibilização do projeto no site não garante lucratividade sobre o investimento realizado, no caso do *crowdfunding* de investimento, e não assegura o adimplemento das obrigações da emissora para com os investidores. Logo, maus investimentos e investimentos com sucesso aquém do esperado não são de responsabilidade da plataforma. Havendo de alguma forma violação ou omissão de algum dever previsto na Instrução CVM 588, em especial os previstos nos artigos 5º e 19 da regulamentação, a plataforma poderá ser responsabilizada.

#### *Políticas Comuns e Responsabilização da Plataforma*

A plataforma tem a função de viabilizar o encontro entre o emissor e o investidor interessado no projeto, devendo, para tanto, assegurar um espaço virtual público e seguro para que o emissor possa divulgar sua proposta e, dessa forma, atrair investidores para o seu projeto.

A plataforma possui, no exercício de sua atividade, autonomia e discricionariedade na criação de sua política interna, podendo estabelecer, por exemplo, as modalidades de projetos que serão ofertados e as informações mínimas que deverão ser divulgadas, desde que observados os requisitos exigidos pela CVM.

A título de exemplo, existem plataformas que disponibilizam apenas ofertas públicas relacionadas a um tema específico, como cultura. Ou seja, não há uma regra que estabeleça a forma como os empreendimentos serão selecionados; tal escolha está no âmbito discricionário das plataformas, observados apenas os deveres de imparcialidade já mencionados.

Contudo, apesar da autonomia garantida, a plataforma, em princípio, responsabiliza-se prioritariamente pela captação dos recursos dentro de seu sistema até o momento em que estes sejam transferidos para o emissor e que o investidor receba seu valor mobiliário em contrapartida.

Logo, a plataforma deverá, necessariamente, esclarecer ao investidor as etapas da oferta pública, o que deve ser feito pela disponibilização de um material didático específico, cujo conteúdo é especificado no art. 25 da Instrução CVM 588. Por meio desse material, a plataforma poderá orientar os investidores, informando como será realizada a captação dos recursos e a liquidação financeira, que se dá com a transferência do montante ao emissor e do valor mobiliário ao investidor (caso tenha sido atingido o valor alvo mínimo de captação), bem como alertar sobre os riscos inerentes a esse tipo de investimento (alta taxa de mortalidade, baixa liquidez, dificuldade de apuração do valor mobiliário, eventual inexistência de obrigações informacionais contínuas após a oferta etc.).

### ***i. Normas de Conduta e Conflitos de Interesse***

A plataforma deve elaborar um código de conduta que paute sua atuação e a de seus funcionários. Nos termos da regulamentação, seu conteúdo deve endereçar: (i) a identificação de situações de conflito de interesse; (ii) a aderência à legislação aplicável; e (iii) a mitigação dos riscos e práticas dos crimes de lavagem de dinheiro, ocultação de bens e financiamento ao terrorismo.

Em resumo, tendo em vista a importância do papel exercido pela plataforma, é preciso garantir padrões mínimos na sua atuação e de seus funcionários, e o código de conduta visa conferir aos investidores a segurança de que os melhores esforços serão empregados nos serviços por ela prestados.

O conflito de interesses se configura quando a plataforma ou seus funcionários não são independentes em relação à determinada oferta pública. A ausência de independência pode advir, por exemplo, da vinculação da remuneração da plataforma a um percentual do valor captado na oferta ou, ainda, do recebimento pela plataforma de valores mobiliários do emissor como contrapartida.

Em conflitos que possam existir, deve o conflitado se manifestar previamente à situação na qual tem outros interesses. Antes que a oferta pública ocorra, o funcionário com interesse deve informar a sua existência à plataforma, que deve proibir sua atuação naquele lançamento específico. Além disso, situações de conflito de interesses envolvendo a plataforma devem ser divulgadas na seção correspondente do Anexo 8, que contém as informações essenciais da oferta.

É importante esclarecer que não configura conflito de interesse o fato de a plataforma poder ser remunerada por taxa de desempenho, associada ao sucesso da oferta pública. A principal vantagem desse tipo de remuneração é que ela possibilita um alinhamento de interesses entre a plataforma e as empresas emissoras, tendo em vista que aquelas terão o incentivo de oferecer projetos promissores em seu site. Caso esse tipo de remuneração ocorra, cabe à plataforma divulgar de forma transparente a taxa de desempenho acordada previamente com a emissora, nos termos do Anexo 8 da Instrução CVM 588.

### ***ii. Diligência Jurídica e Políticas Antifraude***

No âmbito de ofertas públicas sujeitas a registro na CVM, são realizadas auditorias para confirmar as informações disponibilizadas aos investidores por meio da contratação de especialistas financeiros, contábeis e jurídicos. Todavia, no contexto de uma oferta na modalidade *crowdfunding* de investimento, esse procedimento não acontece, uma vez que possui um custo incompatível com os valores captados.

Assim, cabe à plataforma esclarecer aos investidores que as informações divulgadas pela SEPP emissora não foram necessariamente objeto de investigação por profissionais credenciados, como auditores externos independentes.

A relevância da auditoria em uma oferta na modalidade *crowdfunding* de investimento não deve ser mitigada em razão do conhecimento do investidor de que o investimento nessa modalidade implica a assunção de alto risco e no fato de que os valores envolvidos, tanto por investidor quanto por valor global, são em regra menores em comparação com as ofertas públicas registradas na CVM.

Sob outra perspectiva, tendo em vista a maior facilidade na realização dessas ofertas, os destinatários das ofertas de *crowdfunding* de investimento devem ter atenção para fraudes. Os investidores devem estudar ao máximo as informações divulgadas e as plataformas devem fazer esforços para buscar evitar a disponibilização de ofertas fraudulentas, sob risco de responsabilização. Com o desenvolvimento de tecnologias, é possível utilizar ferramentas para identificar e investigar atividades suspeitas e abusos nos projetos, usando, por exemplo, algoritmos de busca em bancos públicos de dados e informações.

### ***iii. Credenciamento dos Potenciais Investidores e Políticas Antilavagem***

Embora a regulamentação não preveja expressamente qualquer política contra a lavagem de dinheiro para a plataforma em relação aos investidores, uma das formas que ela teria de atender aos deveres esperados seria por meio de um credenciamento capaz de identificar os investidores participantes das ofertas realizadas.

Além de identificar seus clientes com informações básicas, a plataforma pode solicitar informações adicionais e utilizar esse credenciamento dos investidores com o objetivo de montar uma base de dados mais eficiente para identificar condutas ilegais como a lavagem de dinheiro e o financiamento do terrorismo.

A criação de procedimentos de identificação e verificação que apliquem o conceito *know your customer* também são muito importantes para o combate à lavagem de dinheiro. O credenciamento de investidores bem implementado pode refletir a contribuição das plataformas no combate à lavagem de dinheiro e servir de instrumento para afastar potenciais recursos decorrentes de atividades ilegais.

### ***2.2.2 Investidor***

Em regra, qualquer pessoa física maior de 18 anos, inscrita no Cadastro de Pessoa Física do Ministério da Fazenda (CPF/MF), ou pessoa jurídica regularmente constituída nos termos da legislação brasileira, com inscrição válida perante o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda (CNPJ/MF), pode ser investidor de *crowdfunding* de investimento.

De acordo com a Instrução CVM 588, os investidores podem aportar até R\$ 10 mil por ano, considerando o conjunto de ofertas de *crowdfunding* em que aplicou recursos. Esta é, portanto, a regra geral prevista pela CVM para estabelecer o limite máximo de investimento individual nas ofertas dessa modalidade.

Contudo, há três exceções à regra geral mencionada: (i) investidor líder; (ii) investidor qualificado; e (iii) investidor ampliado, que serão descritas a seguir, e o investidor deve atestar que se enquadra nas situações II e III.

*i. Investidor Líder e Sindicato de Investimento Participativo (SIP)*

O investidor líder é uma pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento e autorizada a liderar Sindicato de Investimento Participativo (SIP). É uma figura opcional e sua função é participar da oferta com o objetivo de reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores, podendo, inclusive, receber remuneração pelo desempenho dessa função.

Para que o investidor possa atuar como líder em uma oferta na modalidade *crowdfunding* de investimento, deve preencher alguns requisitos, entre os quais merecem destaque: (i) não detenção, anteriormente à oferta, de participação superior a 20% do capital social da SEPP emissora; (ii) investir com recursos próprios no mínimo 5% do valor alvo mínimo de captação da oferta, nos mesmos termos dos demais apoiadores do SIP, se houver; e (iii) não ter sofrido nenhum tipo de punição em âmbito judicial ou administrativo em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil ou outras entidades reguladoras, conforme descrito na regulamentação.

Ademais, o investidor líder deve apresentar sua tese de investimento pessoal, com a exposição das justificativas para a escolha da *startup*, de modo a auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão de investimento e divulgar sua experiência prévia na liderança de rodadas de investimento ou com a realização de investimentos pessoais em *startups*, incluindo o percentual da participação e os resultados obtidos.

Com o objetivo de ampliar as chances de sucesso do projeto e da *startup*, o investidor líder pode atuar na SEPP emissora, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos.

Em resumo, o investidor líder não é obrigatório, mas pode exercer função relevante, contribuindo positivamente para a captação e reduzindo potenciais assimetrias de informação entre emissores e investidores.

O SIP, por sua vez, consiste em um grupo de investidores vinculado a um investidor líder (investidores apoiadores) e reunido com a finalidade de realizar investimentos nas ofertas disponibilizadas pela plataforma.

É facultativa a constituição, para essa finalidade, de um veículo de investimento que viabilize a participação do sindicato nas ofertas, desde que (i) cada veículo participe apenas de uma oferta de *crowdfunding* de investimento; (ii) não haja exposição dos investidores apoiadores a riscos adicionais ao que incorreriam caso investissem individual e diretamente na respectiva oferta; (iii)

seja garantido tratamento equitativo a todos os investidores apoiadores que aderiram ao veículo; entre outras regras contidas na Instrução CVM 588.

Cabe ressaltar que a utilização de veículo de investimento para estruturar o sindicato de investimento participativo não altera os limites, direitos e deveres atribuídos à SEPP emissora, à plataforma e ao investidor. Os dispositivos da Instrução CVM 588 devem ser interpretados como se cada investidor que aplica recursos por meio de sindicato estivesse investindo individualmente na oferta.

#### *ii. Investidor Qualificado*

Nos termos da Instrução CVM 539, de 2013<sup>8</sup>, são considerados investidores qualificados:

- (a) os Investidores Profissionais, que abrangem: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades de previdência complementar; (iv) fundos de investimento; e (v) investidores não residentes;
- (b) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com referida Instrução;
- (c) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e
- (d) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Em suma, trata-se de investidores que, em função do seu nível de experiência ou quantidade de capital, são considerados capazes de avaliar o risco de aplicações financeiras pela regulamentação. Assim, com o objetivo de proteger o mercado de forma proporcional, a CVM admite que esse tipo de investidor tenha acesso a determinados investimentos ou possa investir quantias maiores em comparação a investidores comuns.

#### *iii. Investidor Ampliado*

Investidor ampliado, categoria introduzida pela Instrução CVM 588, é aquele que possui renda bruta anual ou investimentos financeiros em valor superior a

---

8 Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, e define as principais categorias de investidor.

R\$ 100 mil reais. Nesses casos, o limite anual de R\$ 10 mil é ampliado e admite-se o investimento de até 10% do maior dos dois valores mencionados anteriormente.

#### *Deveres do Investidor*

O investidor é uma peça fundamental para que o *crowdfunding* de investimento possa ser bem-sucedido, de tal sorte que a ele incumbem certos deveres cuja finalidade última é assegurar o bom funcionamento dessa nova forma de captação de recursos.

O principal dever do investidor é o de investigação, que se subdivide em dois momentos: previamente ao investimento, quando o investidor deve analisar todas as informações disponíveis, e após a realização do investimento, quando o investidor deve acompanhar a atuação da SEPP. Nesse segundo momento, cabe ao investidor monitorar os empreendimentos nos quais aportou seus recursos, verificando a forma como são conduzidos pelos sócios fundadores, o estágio em que o projeto se encontra, a existência de valor a ser recebido pelo investimento, entre outras informações.

É aconselhável que o investidor aja de maneira prudente. Com efeito, o valor investido deve ser condizente com o perfil do investidor e guardar relação com a sua situação econômico-financeira. Devem-se evitar concentrações em um único empreendimento ou ainda investimentos exclusivos em *crowdfunding* de investimento, dados os riscos que permeiam esse tipo de negócio.

Além disso, no que diz respeito à parte prática do investimento, vale mencionar que todos os investidores têm o dever de firmar os termos de adesão e ciência de risco, que devem ser entregues à plataforma. Por meio dessa documentação, o investidor declara que teve acesso às informações essenciais da oferta, em especial aos alertas de risco, e que está ciente: (i) da possibilidade de perda da totalidade do valor investido; (ii) do risco de aquisição ou conversão de valores mobiliários, quando aplicável; (iii) dos riscos associados à detenção de posição minoritária na SEPP, quando aplicável; (iv) do risco de crédito; (v) do risco de iliquidez; (vi) do fato de a SEPP não estar registrada na CVM e da possibilidade de esta não prestar informações contínuas após a realização da oferta; e (vii) do fato de não existir obrigação para que a SEPP não constitua sob a forma de sociedade anônima se transforme nesse tipo societário. Os riscos elencados são mais bem descritos no Capítulo 2.3 da presente Cartilha.

#### *Direitos do Investidor*

Além de deveres, o investidor possui direitos que devem ser igualmente observados.

O primeiro direito do investidor é o de receber informações da plataforma e dos emissores no momento da oferta. O investidor deve ter acesso a infor-

mações úteis e necessárias para a sua tomada de decisão relativa a investir ou não em um determinado empreendimento.

Não basta que a informação exista; ela deve ser acessível, estar disposta de forma clara, direta e objetiva, de maneira tal que de fato possa auxiliar o investidor nas suas escolhas e não gerar dúvidas ou confusão.

Além disso, o investidor tem o direito de ser tratado de maneira isonômica pelas plataformas e emissoras. Em outras palavras, qualquer informação relevante divulgada a um indivíduo também deve sê-lo aos demais, não podendo a plataforma, portanto, privilegiar uns potenciais investidores em detrimento de outros com base nas informações que são disponibilizadas.

O terceiro direito do investidor é o de receber o retorno do seu investimento (i) em caso de sucesso do empreendimento, quando se tratar de *equity crowdfunding*, ou (ii) nas datas e condições previstas no contrato em caso de títulos de dívida.

Portanto, é da lógica do *crowdfunding* de investimento que aquele que aportou recursos receberá determinado retorno financeiro nas hipóteses de sucesso do negócio ou nos prazos de remuneração acordados, conforme o caso.

O investidor possui, também, o direito de desistir do negócio no prazo de, no mínimo, sete dias a partir da confirmação do investimento. Isto é, ainda que já tenha havido a assinatura do contrato e até a transferência dos recursos, o investidor possui o direito de desistir sem quaisquer penalidades.

#### *Responsabilização do Investidor*

O investidor, assim como os outros participantes de uma operação de *crowdfunding* de investimento (emissor e plataforma), pode ser responsabilizado devido à divulgação de informações.

Se, por algum motivo, o potencial investidor tiver acesso a informações relevantes sobre a oferta, deverá se abster de divulgar tais informações a terceiros. Caso contrário, poderá ser responsabilizado.

#### **2.2.3 Emissor**

Conforme introdução constante do Capítulo 2, o emissor, para fins do *crowdfunding* de investimento, deve ser considerado Sociedade Empresária de Pequeno Porte (SEPP). Para se qualificar como SEPP, a sociedade: (i) deve ser constituída no Brasil e registrada no registro público competente; (ii) não pode estar registrada como emissor de valores mobiliários na CVM; e (iii) deve ter receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.

Nesse sentido, é importante esclarecer que Sociedades em Conta de Participação (SCP), Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI), e

outras pessoas jurídicas que não sejam sociedades empresárias não são elegíveis como emissores.

Ademais, cumpre destacar que a definição de SEPP, trazida pela Instrução CVM 588, não deve ser confundida com os conceitos de microempresa e empresa de pequeno porte, utilizados para fins contábeis e fiscais, conforme dispõe a Lei Complementar nº 123, de 2006<sup>9</sup>.

#### *Deveres do Emissor*

O emissor, assim como a plataforma e o investidor, também deve cumprir com uma série de deveres. O primeiro deles é o de prestar informações claras, objetivas e diretas.

O emissor deve fornecer uma série de informações à plataforma para que os investidores tenham informações suficientes que lhes permitam decidir pelo investimento de maneira adequada. Nesse cenário, o emissor deve avaliar, considerando as exigências da regulamentação, que tipo de informação compartilhar acerca do seu empreendimento, sujeitando-se ao risco de que concorrentes as conheçam e usem. Isto é, o emissor deve cumprir com a regra sem criar vulnerabilidades desnecessárias como resultado de sua captação.

A esse respeito, vale destacar que a CVM, em resposta a essa preocupação, permitiu que as plataformas restrinjam o acesso a determinadas informações da oferta a grupos específicos, que podem incluir investidores já cadastrados na plataforma ou interessados em determinado tipo de negócio. Dessa forma, é importante que o emissor conheça essa possibilidade e entenda, com as plataformas disponíveis, formas de mitigar a desvantagem de exposição de informações relevantes e/ou confidenciais.

O segundo dever do emissor é o de agir de maneira imparcial e transparente. Esse dever guarda relação com a prestação de informações, já que o emissor não poderá privilegiar um investidor em detrimento dos demais, oferecendo-lhe informação que não é conhecida por todos, salvo na hipótese já mencionada, que visa proteger as informações confidenciais da sociedade emissora.

A obrigação de agir de maneira transparente é particularmente importante na divulgação de informações pelo emissor. Ele deve ser honesto quanto ao sucesso e às chances de fracasso do seu projeto, mantendo o investidor atualizado das etapas já concluídas e das que ainda devem ser seguidas a fim de alcançar o objetivo final do empreendimento.

Outro dever do emissor é agir de maneira proba, não disponibilizando investimentos que sabe que são improváveis ou fraudulentos na plataforma. A possibilidade de que o *crowdfunding* de investimento seja utilizado para a rea-

---

9 Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte.

lização de fraudes e lavagem de dinheiro é um risco real, cabendo ao emissor, assim como aos demais agentes envolvidos, zelar pela boa utilização dessa modalidade de investimento.

Além disso, vale destacar que os valores captados pelo emissor na oferta devem ser utilizados no desenvolvimento das atividades da SEPP. Não podem, portanto, ser usados para reorganizações societárias, aquisição de outras empresas ou concessão de crédito a terceiros.

#### *“Direitos” do Emissor*

O primeiro direito do emissor é o de receber informações da plataforma. Com efeito, a plataforma deve informar o emissor sobre as condições a que este se submete para expor o projeto no seu site.

O segundo direito do emissor é o de ter seu empreendimento tratado de forma isonômica em relação aos demais pela plataforma. A plataforma não pode preferir determinados projetos a de outros, seja pela finalidade e origem, seja pelo pagamento de taxas extras que os coloquem em posição privilegiada no site eletrônico. O emissor tem o direito de ter seu projeto tratado da mesma forma que os demais.

#### *Responsabilização do Emissor*

Conforme destacado no item relativo à divulgação de informações sobre a oferta, a Instrução CVM 588 permite que o emissor, além de fornecer informações do site da plataforma, divulgue e promova a oferta pública por meio de contatos, encontros e eventos presenciais, desde que observados os seguintes requisitos:

- ao emissor cabe apenas divulgar a investidores e ao mercado informações sobre a oferta pública que estejam em conformidade com aquelas contidas nos documentos da oferta disponibilizados na plataforma de *crowdfunding* de investimento;
- não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da oferta;
- todas as comunicações sejam gravadas e passíveis de verificação pela CVM; e
- não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente distinto do da plataforma.

Ao divulgar informações relacionadas à oferta pública ou aos valores mobiliários ofertados, o emissor deve sempre observar princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação.

### **2.3 Riscos Associados ao *Crowdfunding* de Investimento**

O *crowdfunding* de investimento busca atender a um público que não se inclui de forma eficiente nos métodos tradicionais de financiamento. Tanto no mercado de capitais quanto no de crédito, essa modalidade não compete com o modelo tradicional de ofertas públicas ou de financiamentos por instituições financeiras.

Enquanto instituições financeiras usualmente cobram altas taxas de juros, ou mesmo negam crédito para negócios em estágio inicial, o *crowdfunding* de investimento possui um custo de captação reduzido. Esse barateamento nos custos de uma oferta pública é possível devido à dispensa dos registros de emissor e da oferta pública pela CVM, além da dispensa da existência de uma instituição intermediária da oferta.

Embora os idealizadores do projeto possam ter de conviver com um novo tipo de credor e/ou sócio, o capital mais acessível torna a modalidade atraente, especialmente para *startups* em busca de financiamento.

No entanto, a inovação representada pelo *crowdfunding* de investimento acaba por trazer riscos adicionais e peculiares a essa modalidade de captação de recursos.

Para endereçar alguns desses riscos, a Instrução CVM 588 tornou obrigatório o prévio registro da plataforma de *crowdfunding* de investimento, a qual passa a atuar como intermediária e se submete a diversas regras, conforme descritas no Capítulo 2.2.1 desta Cartilha. Não obstante, ainda há uma série de fatores de risco que podem estar associados a esse novo instrumento de financiamento. A seguir, alguns dos principais riscos — exclusivos ou não — que devem ser levados em consideração para que se tome a decisão de investimento ou de captação, conforme o caso.

#### **1. Risco de fracasso do negócio**

Estatisticamente, a probabilidade de uma *startup* falhar ou não gerar o retorno esperado durante os primeiros anos é altíssima. Assim, é importante que o investidor tenha em mente a possibilidade de, ao investir, perder parte ou todo o investimento feito.

Eventual insolvência da SEPP emissora possivelmente acarretará a não devolução dos valores investidos e a plataforma estará totalmente isenta de responsabilidade, salvo se tiver agido com culpa ou dolo. Caso seja obtido retorno financeiro, também é provável que ocorra em período superior àquele inicialmente estimado.

Para mitigar esses riscos, os potenciais investidores devem obter o máximo de informações sobre a empresa, averiguar a confiabilidade dessas informações, buscar a opinião de investidores mais experientes e ser céticos e conservadores quanto às expectativas de retorno financeiro divulgadas. Não é aconselhável que se

tome decisões de investimento irrefletidas ou com base em especulações, rumores ou boatos. Por fim, é importante também que o investidor se mantenha atento ao mercado e que esteja a par do cenário econômico nacional e regional, em especial no que se refere ao setor de atuação da *startup* objeto do investimento.

## **2. Risco de má gestão**

As empresas que recorrem ao *crowdfunding* de investimento costumam ter uma estrutura pequena e recente. Desse modo, podem não possuir infraestrutura associada à governança corporativa, o que facilita o emprego ineficiente dos recursos captados. Além disso, é preciso avaliar e separar o que são apenas “boas ideias” das oportunidades que efetivamente podem se concretizar e ganhar escala.

É importante analisar, com relação a esse aspecto, a existência de produtos já lançados, receita/faturamento já recebidos pela emissora, assim como currículos e credibilidade dos administradores. Idealmente, a análise do histórico da emissora mitigará o risco de má gestão de recursos, seja ela decorrente de inexperiência ou de má-fé dos administradores.

## **3. Risco de crédito**

Em casos nos quais o investidor espera como retorno o pagamento de juros sobre uma dívida, deve ter em vista que geralmente as emissões não contam com garantias. Uma vez que a maior parte das empresas que se utiliza do *crowdfunding* de investimento encontra-se em estágio inicial, é possível que elas não tenham condições de arcar com o pagamento dos juros.

Caso o pagamento da remuneração devida não seja efetuado, o investidor terá de acionar a Justiça, podendo demorar consideravelmente ou não para reaver os valores devidos.

## **4. Risco de iliquidez**

Existem diversos fatores que podem afetar negativamente a possibilidade de venda (liquidez) de um ativo, financeiro ou não. No caso do *crowdfunding* de investimento, a Instrução CVM 588 não regulou a negociação de títulos após a oferta inicial (mercado secundário). Dessa forma, a busca por compradores de títulos já adquiridos deve ser feita de forma cautelosa.

Como o *crowdfunding* de investimento ainda é novo e não tão abrangente no Brasil, o investidor corre o risco de não conseguir vender seu valor mobiliário por não haver compradores. Assim, o investidor deve estar atento à dificuldade de monetizar seus investimentos devido à possível iliquidez em um patamar de preço desejado.

## **5. Risco de tag ou drag along**

Além do risco de iliquidez, a negociação dos valores mobiliários após a subscrição conta também com o risco de existência de regras relativas à transferên-

cia dos títulos. Na hipótese de o detentor de participação majoritária desejar alienar suas ações, por exemplo, é possível que haja previsão no sentido de que os minoritários deverão acompanhá-lo nessa venda, desfazendo-se do seu percentual na sociedade (*drag along*). Assim, é imprescindível que os potenciais investidores analisem o Pacote de Documentos Jurídicos e o Anexo 8 para verificar a existência de acordos que estabeleçam cláusulas como essa e, sobretudo, a obrigatoriedade de adesão a eles.

### **6. Risco de diluição**

Esse risco é exclusivo para ofertas de títulos que assegurem participação no capital, ou seja, ofertas de ações ou de outros títulos conversíveis. Em regra, as ofertas via *crowdfunding* de investimento são sucedidas de outros aumentos de capital e, conseqüentemente, emissão de novas ações ou títulos conversíveis. Dessa forma, para que os investidores mantenham uma participação proporcional ao seu investimento inicial, será preciso subscrever/adquirir novos títulos à medida que o negócio cresça e seja aumentado o capital social.

O risco de diluição, apesar de inerente a diversos investimentos, torna-se especial no âmbito das *startups* por serem essas empresas caracterizadas justamente pelo baixo valor do investimento inicial e modelo escalável. Um investimento de valor relativamente baixo é capaz de garantir uma participação significativa no negócio nesse primeiro estágio, o que não assegura por si só que isso será mantido quando o negócio crescer.

Além disso, é possível que a SEPP já tenha emitido valores mobiliários que asseguram direitos diferentes ou privilégios adicionais aos seus titulares. Nesse caso, tal informação deve constar do alerta sobre riscos na página da plataforma destinada às informações essenciais da oferta, uma vez que a existência desses títulos pode limitar ou diluir a participação do potencial investidor.

### **7. Risco de não pagamento de dividendos**

É difícil que uma *startup* pague dividendos aos seus investidores. Mesmo que haja lucro nos primeiros anos, o que já seria incomum, o objetivo primordial da maioria das *startups* é o reinvestimento do lucro no negócio para promover seu crescimento.

### **8. Risco relacionado à conversibilidade**

O investimento pode ocorrer pela compra de um título de dívida conversível em participação acionária. Nesse contexto, é muito importante que o investidor entenda as hipóteses e condições da conversão. Apenas sociedades por ações têm títulos tipificados como conversíveis. Caso não sejam bem avaliados, os investidores podem se ver impossibilitados de exercer seus direitos como sócios.

Também é preciso analisar o tipo e a classe das ações a serem emitidos em função da conversão, que podem ser ordinárias ou preferenciais.

Caso os procedimentos necessários à emissão das ações não tenham sido devidamente cumpridos, os investidores continuarão detentores de títulos de dívida e não serão sócios no empreendimento.

### **9. Risco de falha da plataforma**

Comparativamente ao que é possível observar na plataforma da B3 (atual denominação da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros — BM&FBOVESPA), as plataformas de *crowdfunding* de investimento possuem estrutura e sistema de segurança bem mais simples.

Assim, além de estarem sujeitas a mais falhas de rede e perda de dados, as plataformas de *crowdfunding* de investimento são mais suscetíveis a ataques de *hackers*. Para mitigar esse risco, é necessário atentar para as configurações de segurança da plataforma.

### **10. Risco de limitação de bons negócios**

O mercado do *crowdfunding* de investimento não se consolidou ainda para investidores profissionais. O processo de seleção de negócios realizado por esses *players* não é simples e encontrar um bom investimento é geralmente tarefa árdua. Logo, não há incentivos para que entrem em uma plataforma e compartilhem boas oportunidades com investidores que, em regra, têm pouco a acrescentar, além de poucos recursos — ao menos no atual estágio do mercado.

### **11. Risco de fraude**

A fraude pode ocorrer principalmente com a divulgação de informações falsas ou com a omissão na divulgação de informações que possam influenciar negativamente o investimento. A oferta em questão passa por uma regulação menos severa por parte da CVM e, por isso, aumenta-se o risco de fraude.

Os investidores devem investigar ao menos o conteúdo do Anexo 8 da Instrução CVM 588, documento com as informações essenciais da oferta que deverá constar no site da plataforma, avaliando criticamente a experiência prévia dos gestores, o realismo das premissas financeiras, além de participar dos fóruns de discussão na plataforma on-line. Os potenciais investidores devem avaliar também os balanços financeiros divulgados, atentando para o fato de que tais relatórios não são auditados.

### **12. Riscos macroeconômicos**

Assim como em qualquer investimento, o investidor do *crowdfunding* de investimento se sujeita a riscos macroeconômicos. Em outras palavras, corre o

risco de seu investimento não ser positivo em virtude de alterações nos rumos da economia do país, como aumento da dívida pública, aumento dos juros pelo Governo Federal etc.

### 3. Conclusão: vantagens e desvantagens

A realização de ofertas públicas tradicionais, sujeitas a registro na CVM, não se configura como meio economicamente viável para a capitalização de pequenas empresas. A título de exemplo, estudo da Deloitte<sup>10</sup> indica que o custo médio dos IPOs no Brasil é de aproximadamente 5% do valor distribuído pelas companhias. Na prática, esse percentual corresponde a uma média de R\$ 5 milhões, valor que considera custos com coordenadores, auditores, advogados, taxas da CVM, apresentações aos investidores, custodiantes e escrituradores, mas não contabiliza os custos associados à manutenção do registro de companhia aberta.

Para fugir desses custos incompatíveis com a média de captação no *crowdfunding* de investimento — R\$ 500 mil — e ainda assim acessar o mercado de capitais para o financiamento do seu negócio, algumas empresas vinham se utilizando das dispensas automáticas previstas na Instrução CVM 400, a qual, contudo, não contemplava as características específicas do *crowdfunding* de investimento. Nesse sentido, a edição da Instrução CVM 588, em 2017, representou um esforço da autarquia no sentido de preencher essa lacuna, determinando um conjunto de regras próprias criadas especificamente para esse segmento de mercado, resultado obtido, inclusive, com a participação de diversas instituições e indivíduos interessados em audiência pública.

Considerando a recente regulamentação do *crowdfunding* de investimento, a presente Cartilha foi elaborada tendo como objetivo a apresentação, a quaisquer interessados, dos principais aspectos dessa modalidade de investimento, o que incluiu uma análise introdutória do contexto em que está inserido o mercado de capitais e, em particular, o *crowdfunding*; a descrição das regras gerais aplicáveis ao instituto; a apresentação dos agentes envolvidos nessas operações e seus principais direitos e deveres; e a análise de uma série de riscos aplicáveis ao tipo de investimento. Buscou-se, portanto, contribuir para uma melhor compreensão do *crowdfunding* de investimento e sua aplicação no Brasil.

Em conclusão ao presente trabalho, apresentamos, a seguir, uma tabela simplificada que relaciona algumas das principais vantagens e desvantagens associadas ao *crowdfunding* de investimento.

---

10 Disponível em: <http://www.custosipobrasil.deloitte.com.br/>

Para o Investidor	
Vantagens	Desvantagens
Possibilidade de se tornar sócio ou credor de uma pequena empresa, potencialmente promissora, no início de suas atividades	Possibilidade de inadimplimento ou insucesso do negócio
Procedimento simplificado, investimento muitas vezes 100% online	Risco de falha na plataforma ou ataques virtuais
Estrutura de custos eficiente	Inexperiência dos administradores da <i>startup</i> e má gestão do negócio
Diversificação de portfólio de investimento, no caso de investidores já inseridos no contexto do mercado de capitais	Possibilidade de desvios relacionados à lavagem de dinheiro e atividades fraudulentas
Inclusão e educação financeira, com ganhos de experiência de forma mais acessível	Risco de diluição ou falta de direitos políticos

Para o Emissor	
Vantagens	Desvantagens
Acesso a alternativas de captação de recursos com custo e burocracia reduzidos, viabilizando o financiamento de projetos e ideias	Possível anonimato dos potenciais investidores e indivíduos que acessam as informações da SEPP emissora
Ampliação do público-alvo e oportunidade de divulgação do negócio em larga escala	Aumento das responsabilidades e obrigações relativas à divulgação de informações e governança corporativa

Para o Mercado	
Vantagens	Desvantagens
Fomento à economia nacional e ao desenvolvimento de novas tecnologias e empresas	Possibilidade de insucesso da modalidade de captação de recursos, que pode decorrer da não adesão de investidores a esse mercado, de erros estruturais das plataformas, da má gestão pelos administradores e consequente fracasso dos negócios, entre outros motivos.
Diversificação de opções de investimento ao mercado e de captação de recursos aos emissores	
Aproximação do mercado de capitais a um público mais jovem e, no geral, incentivo ao aumento da participação popular nesse setor	

#### **4. Passo a Passo para realização de uma Oferta via *Crowdfunding* de Investimento**

Imagine que você é o dono de uma *startup* em fase inicial e precisa de capital para financiar suas atividades. Após a leitura dos capítulos anteriores, você saberia estruturar uma oferta pública por meio do *crowdfunding* de investimento?

Apresentamos, a seguir, um passo a passo sugerido para o processo de captação de recursos nessa modalidade:

##### **0. Elaboração do Plano de Negócio**

Caso este documento ainda não exista, é fundamental que a *startup* elabore seu plano de negócio previamente à estruturação da oferta.

O plano de negócio é um documento elaborado pelos emissores que, em regra, descreve: (i) objetivo do negócio; (ii) principais produtos e/ou serviços oferecidos; (iii) público-alvo; (iv) localização da empresa; (v) destinação e forma de uso dos recursos captados; (vi) estimativa de faturamento mensal/anual para os cinco anos subsequentes; e (vii) tempo estimado para retorno financeiro do montante investido, entre outras informações relevantes, em consonância com o especificado na seção 2 do Anexo 8 da Instrução CVM 588.

Nesse sentido, conforme definido pelo SEBRAE, o plano de negócios é “uma ferramenta que serve para levantar informações e analisar a viabilidade do futuro negócio. Assim, é possível enxergar como ele funcionará, como a empresa participará do mercado, quais os produtos e os serviços que serão disponibilizados, quais suas estratégias de vendas, de marketing, sua organização financeira e suas expectativas de lucros”.<sup>11</sup>

A elaboração do plano de negócio traz uma série de benefícios para o emissor, já que: (a) define claramente o conceito do negócio, seu diferencial e objetivo financeiro e estratégico; (b) identifica os riscos e indica eventuais planos para minimizá-los e até mesmo evitá-los; (c) facilita a apresentação do negócio a fornecedores e potenciais clientes, contribuindo para a expansão da atividade da empresa; (d) analisa o volume de recursos que será necessário para a implantação, a lucratividade e a rentabilidade do negócio; e (e) reconhece seu mercado e define estratégias de marketing para seus produtos e serviços.

##### **1. Definição das características básicas da oferta**

Após ter estruturado seu plano de negócio e definido como estratégia de captação de recursos a realização da oferta via *crowdfunding* de investimento,

---

<sup>11</sup> “Plano de Negócios desenvolvido pelo SEBRAE/MG”. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/df/sebraeaz/Plano-de-Neg%C3%B3cios>.

cabe ao emissor a determinação das características básicas de tal emissão. É nesse momento que a sociedade deve refletir sobre os principais aspectos da oferta, como tipo, quantidade e preço do valor mobiliário a ser ofertado, o prazo de captação, as condições da oferta e o regime de divulgação de informações periódicas após sua conclusão.

Com relação à precificação da oferta, vale destacar que, em regra, os valores mobiliários objeto de uma oferta pública de distribuição podem (i) ter seu preço estabelecido de antemão ou, como acontece na maioria dos casos brasileiros de ofertas tradicionais registradas, (ii) resultar de um processo chamado *bookbuilding*.

A formação de preço pelo mecanismo de *bookbuilding* considera a demanda apresentada pelos investidores (quantidade que cada um deseja comprar) e o preço máximo por ativo que cada um está disposto a pagar. Além disso, apura as ofertas de intenções de compra de investidores, auxiliando a companhia emissora na definição do preço inicial dos títulos, pois permite que ela tenha uma melhor percepção das condições do mercado.

No *crowdfunding* de investimento, o preço a ser pago pelo investidor pelo respectivo valor mobiliário, mesmo antes da edição da Instrução CVM 588, era usualmente definido pelo emissor, sem processos complexos e independentes de *valuation* ou de análise de receptividade do mercado, mas sim considerando-se subjetivamente a atratividade do projeto oferecido.

Tal característica decorre da ausência de instituição financeira e do fato de que a plataforma não presta qualquer garantia de colocação ou subscrição dos valores mobiliários ofertados ao público.

Ademais, a Instrução CVM 588 exige a indicação do preço unitário do valor mobiliário ofertado, de modo que, hoje, não haja possibilidade de o emissor levar a oferta ao público sem ter estabelecido o valor do título. Assim, o preço unitário do valor mobiliário a ser ofertado é estabelecido de antemão e divulgado pela SEPP emissora ao investidor na página da oferta disponível na plataforma. Quanto a esse ponto, vale mencionar que as plataformas devem, inclusive, encaminhar à CVM, na data de início de cada oferta, um formulário contendo algumas informações, entre as quais o preço unitário do valor mobiliário ofertado, o qual deve ser preenchido nos termos do anexo 27-I da Instrução CVM 588.

Ainda no que diz respeito à definição das características básicas da oferta, vale mencionar que os valores mobiliários, objeto da oferta, poderão ser registrados em livros sociais físicos mantidos com a emissora ou eletrônicos registrados digitalmente com o auxílio de uma instituição contratada para prestar serviços de escrituração de títulos.

Caso a SEPP emissora não tenha contratado prestadores de serviço de escrituração e custódia, essa informação deve constar do Anexo 8, na seção

de riscos da oferta. Isto é, o investidor deve saber se os valores mobiliários são emitidos de forma não escritural e se sua guarda será de responsabilidade da própria emissora<sup>12</sup>.

## 2. Definição do grupo de trabalho e assinatura dos acordos de confidencialidade

Considerando o trabalho multidisciplinar envolvido em projetos dessa natureza, será preciso reunir pessoas com diferentes experiências e competências. É importante que o engajamento de todos os envolvidos seja precedido da assinatura de termos de confidencialidade, de modo que seja possível resguardar o sigilo no processo.

Também pode ser considerada nessa etapa a abordagem a um potencial investidor líder e a formação de Sindicato de Investimento Participativo (SIP).

## 3. Escolha da plataforma de *crowdfunding*

No momento em que o emissor tiver estruturado todos os principais pontos da oferta, será necessário contratar uma plataforma que, após realizar as diligências e verificar as informações exigidas pela Instrução CVM 588, disponibilizará a oferta ao público investidor.

As plataformas existentes de *crowdfunding* de investimento possuem diferentes características e requisitos para participação. Cabe ao emissor analisar as plataformas disponíveis, os preços praticados e as diligências exigidas para, então, optar por uma delas.

Até a edição desta Cartilha, as plataformas registradas e autorizadas a funcionar pela CVM eram as seguintes:

- EqsSeed Ltda. — **EqsSeed**;
- URBE.ME Serviços Desenvolvimento Urbano Ltda. — **URBE.ME**;
- Economia Criativa Investimentos e Participações Eireli — **MyFirstIPO**; e
- Start Me Up *Crowdfunding* Sistemas para Investimento Colaborativo Ltda. — **StartMeUp**.

12 A esse respeito, cumpre ressaltar que sociedades anônimas sempre terão ações nominativas, podendo esse registro ser executado por prestador autorizado pela CVM. No caso de uma sociedade limitada realizar uma oferta pública de quotas representativas do capital social, a efetivação da transferência das quotas somente ocorrerá após o registro do contrato social da referida sociedade perante a junta comercial competente e assinatura dos respectivos subscritores, o que é extremamente custoso a depender do número de investidores que participaram da oferta. Sociedades limitadas não possuem o serviço de escrituração de quotas porque os sócios constam do contrato social, apesar de poderem criar livros para registro de outros títulos. Por esta e outras limitações da sociedade limitada, ofertas públicas na modalidade *crowdfunding* de investimento têm sido realizadas com a emissão de títulos conversíveis em participação, cuja conversão será realizada após sua transformação em sociedade anônima, caso esse evento venha a ocorrer.

#### 4. *Preparação do pitch*

Uma vez definidas as principais condições da oferta, o grupo de trabalho e a plataforma, será preciso elaborar o material de divulgação do produto e da sociedade com o máximo de eficiência e planejamento possíveis, tendo por base as informações mínimas exigidas pelo Anexo 8 da Instrução CVM 588.

Além dessas informações mínimas, deverá ser produzido um material de venda, geralmente um vídeo com alguns minutos de duração, o qual será disponibilizado na plataforma com descrição da *startup*, apresentação da equipe envolvida, estimativas de desempenho, principais parceiros, governança, entre outras informações.

Ressalta-se que *pitch*s que apresentem um plano de negócios concreto e baseado em análises e projeções deverão ter maior facilidade para a captação de recursos, uma vez que são mais transparentes com o projeto do emissor e atrativos para o investidor.

#### **5. Cadastro em plataforma de *crowdfunding*, conclusão da *due diligence* e verificação de adesão às regulações da CVM**

Após a contratação da plataforma e preparação da documentação, será necessário superar o processo de auditoria de acordo com a política de cada plataforma, bem como concluir o cadastro de seu empreendimento na plataforma, por meio do qual deverão ser fornecidas diversas informações, como a pessoa responsável pelo projeto e sua experiência, o produto a ser produzido ou atividade a ser desenvolvida e a perspectiva de remuneração.

#### **6. Divulgação da *startup* no mercado**

Após a verificação do preenchimento de todos os requisitos previstos na Instrução CVM 588 pela plataforma, o projeto finalmente será divulgado na página da plataforma e será possível atrair potenciais investidores interessados no empreendimento.

Conforme descrito no capítulo 2.1.1 desta Cartilha, os esforços de divulgação ocorrem no ambiente da plataforma, sendo possível, contudo, a divulgação da oferta pelo emissor, desde que não haja veiculação de material publicitário.

#### **7. Captação de recursos pela plataforma**

Divulgado o empreendimento ao mercado, os indivíduos que decidirem investir no negócio depositarão o respectivo valor em conta administrada pela plataforma.

Caso o valor alvo da captação — ou o montante previsto na hipótese de distribuição parcial — seja atingido, esses recursos serão repassados à *startup* e os valores mobiliários correspondentes serão transferidos aos novos titulares.

## 8. Obrigações de divulgar informações contínuas, periódicas e eventuais no período de atividade da *startup*

Essa é a hora de colocar a mão na massa sem, contudo, descuidar da prestação de informações contínuas após a oferta, que deve ser feita da forma e nos prazos combinados com a plataforma e os investidores.

É o momento em que a *startup* utilizará os recursos captados e passará a desenvolver (ou continuará desenvolvendo) a atividade a que se propôs no início da oferta.

Vale destacar que, uma vez alcançado o valor mínimo de captação, a emissora não pode destinar esse recurso para atividades estranhas àquelas divulgadas em seu plano de negócios e informações essenciais da oferta.

## 5. Glossário

<b>Anexo 8</b>	Conjunto de informações consideradas essenciais pela Instrução CVM 588 sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários na modalidade <i>crowdfunding</i> de investimento.
<b>Assembleia Geral</b>	Órgão soberano deliberativo obrigatório dos sócios da sociedade anônima.
<b><i>Bookbuilding</i></b>	Em ofertas tradicionais, é o mecanismo de formação de preço do ativo ofertado, o qual considera a demanda dos investidores e o preço máximo que cada um está disposto a pagar. Apenas após o conhecimento das intenções de investimento, as ações são precificadas. No contexto do <i>crowdfunding</i> de investimento, o processo de <i>bookbuilding</i> não é aplicado, uma vez que, já no início da oferta, os valores mobiliários são precificados pelo ofertante, não estando sujeitos a ajustes de preço, mas somente à demanda.
<b>Capital Social</b>	Bens que os sócios transferem para compor o patrimônio da sociedade, seja dinheiro, bens móveis, imóveis ou qualquer outro direito que possa ser avaliado economicamente, nos termos da lei.
<b>CIC</b>	Contrato de Investimento Coletivo. Título genérico utilizado para captação de recursos do público investidor para aplicação em determinado negócio com a promessa de distribuir lucros entre os investidores. O negócio implantando deve ser gerido exclusivamente pelo empreendedor.
<b>CNPJ</b>	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica, atualmente regido pela Instrução Normativa nº 1.634, de 6 de maio de 2016. É o número único que identifica uma pessoa jurídica e outros tipos de arranjo jurídico sem personalidade jurídica (como condomínios, órgãos públicos e fundos) na Receita Federal brasileira.
<b>Código Civil</b>	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

<b>Conselho de Administração</b>	Órgão facultativo das companhias fechadas e obrigatório das companhias abertas. Seus membros são eleitos pela Assembleia Geral e sua função é definir e elaborar a estratégia da empresa, assim como fiscalizar a diretoria e demais executivos.
<b>Contrato Social</b>	Ato constitutivo de uma sociedade limitada, que estabelece as relações (internas e externas) e regras que irão regê-la.
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários. Entidade autárquica federal, em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que tem como finalidade disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários.
<b>Emissor</b>	No caso do <i>crowdfunding</i> de investimento, é a Sociedade Empresária de Pequeno Porte-SEPP. Entidade autorizada a ofertar valores mobiliários com dispensa de registro prévio na CVM. Pode ser uma Sociedade Anônima ou Limitada, observados os requisitos previstos na Instrução CVM 588.
<b>Escrituração de Títulos</b>	Serviço de registro eletrônico que informa a propriedade dos valores mobiliários, assim como a sua inclusão e movimentação (negociação). A escrituração de valores mobiliários é uma alternativa à utilização de Livros Sociais para controle da propriedade dos Valores Mobiliários. Esse serviço é prestado por instituições financeiras e outras entidades credenciadas pela CVM, as quais possuem responsabilidade para as anotações no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista.
<b>Estatuto Social</b>	Ato constitutivo de uma sociedade anônima, que estabelece as relações (internas e externas) e regras que irão regê-la.
<b>Governança Corporativa</b>	Conjunto de práticas, processos e políticas que regulam a forma como uma empresa é administrada. Possui a finalidade de otimizar o desempenho da sociedade, principalmente por meio de incentivar: (i) transparência; (ii) tratamento justo entre todos os sócios e demais partes que estejam vinculadas à empresa; (iii) prestação de contas; e (iv) responsabilidade na tomada de decisões em busca do melhor interesse da sociedade.
<b>Home Broker</b>	Sistema que possibilita a negociação de ações, debêntures, outros valores mobiliários e ativos financeiros diretamente por meio da internet sem intermediários.
<b>Instituições Financeiras Intermediárias</b>	No mercado tradicional, são as instituições que atuam como intermediárias e líderes da Oferta Pública, responsáveis diretas com a CVM pelo adequado cumprimento das regras aplicáveis. No caso do <i>crowdfunding</i> de investimento, a CVM entende que parte dessas funções são de responsabilidade da plataforma, uma vez que não existem instituições financeiras contratadas em tais ofertas.
<b>Investidores</b>	Pessoas físicas ou jurídicas que aportam recursos e, em contrapartida, subscrevem os valores mobiliários.
<b>IPO</b>	<i>Initial Public Offering</i> , na sigla em inglês. Significa a oferta pública em que a empresa oferta ações ao público pela primeira vez.
<b>Junta Comercial</b>	Órgão estadual que tem por finalidade executar e administrar serviços de registro de empresas e atividades afins.

<b>Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.)</b>	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que rege as Sociedades Anônimas.
<b>Livros Sociais</b>	Livros requisitados pela legislação para que sejam mantidos pela empresa com objetivo de registrar questões societárias específicas. A sociedade anônima deve, obrigatoriamente, manter os seguintes livros: (a) Livro de Registro de Ações Nominativas, cujo objetivo é registrar o titular das ações; (b) Livro de Transferência de Ações Nominativas, cujo objetivo é registrar cada transferência realizada com ações da respectiva sociedade; (c) Livro de Atas de Assembleias Gerais, reuniões do Conselho de Administração e reuniões da diretoria e de atas e pareceres do Conselho Fiscal, cujo objetivo é registrar todas as atas e pareceres dos referidos órgãos sociais; e (d) Livro de Presença dos Acionistas, cujo objetivo é registrar a presença dos acionistas nas Assembleias Gerais. As sociedades limitadas também podem possuir livros de atas referentes aos seus órgãos sociais. É obrigação da administração da sociedade manter a escrituração dos livros. Ressalta-se que a não atualização dos livros pode acarretar na responsabilização dos administradores. Uma vez preenchidos, os Livros Sociais devem ser registrados na Junta Comercial competente.
<b>Lucro</b>	Existem vários tipos de lucro. Simplificadamente, é a diferença entre o total de receitas e despesas no exercício social.
<b>Mercado Primário</b>	Emissão de valores mobiliários no mercado. É uma forma de financiamento da sociedade emissora, que, nesse caso, recebe os recursos captados. É o mercado regulado por meio da Instrução CVM 588.
<b>Mercado Secundário</b>	Negociação de valores mobiliários já emitidos. Nesse caso, os recursos decorrentes das transações vão para os investidores alienantes, que detinham a titularidade do valor mobiliário. Esse mercado ainda não foi regulado no âmbito do <i>crowdfunding</i> de investimento.
<b>Oferta Pública</b>	Operação pela qual determinada sociedade promove a colocação de valores mobiliários no mercado de capitais ao público.
<b>Pacote de Documentos Jurídicos</b>	Conjunto de documentos jurídicos relativos à oferta, os quais devem ser disponibilizados em uma seção da página da oferta no site da plataforma.
<b>Pitch (ou página da oferta)</b>	Conjunto de informações relativas a cada oferta disponível na plataforma, incluindo o Anexo 8, como caracterização do projeto a ser financiado, administradores do emissor, quantidade de valores mobiliários ofertados, características, valor total da oferta, entre outras, cujo objetivo é permitir aos investidores avaliar o negócio a ser conduzido pelo emissor, assim como entender os fatores de riscos relativos ao potencial valor mobiliário ofertado. Caso a oferta não seja registrada, dependerá da política de cada plataforma o nível e o detalhamento de informações relacionadas ao emissor, como histórico, plano de negócios, informações financeiras, atividades desenvolvidas, principais ativos, projeções, fatores de risco e riscos de mercado relacionados à sociedade.

<b>Receita Bruta</b>	É o total de renda que entra na sociedade sem descontos, ou seja, o faturamento.
<b>Reunião de Sócios</b>	Órgão soberano deliberativo obrigatório dos quotistas da sociedade limitada.
<b>SEBRAE</b>	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
<b>Sociedade Anônima</b>	A sociedade anônima é regida pela Lei das S.A. e formada por duas ou mais pessoas naturais ou por, no mínimo, uma pessoa jurídica, as quais se responsabilizam de forma limitada pelas obrigações da sociedade. A participação detida pelos sócios de uma sociedade anônima é representada por ações. Sociedades anônimas podem ser de capital aberto, com valores mobiliários negociados na bolsa de valores, ou de capital fechado.
<b>Sociedade Limitada</b>	A sociedade limitada é regida pelos artigos 1.052 a 1.087 do Código Civil e formada por duas ou mais pessoas, as quais se responsabilizam de forma limitada pelas obrigações da sociedade. A participação detida pelos sócios de uma sociedade limitada é representada por quotas.
<b>Startup</b>	<p><i>“Startups são empresas novas, até mesmo embrionárias ou ainda em fase de constituição, que contam com projetos promissores, ligados à pesquisa e desenvolvimento de ideias inovadoras. São empresas que criam modelos de negócios altamente escaláveis, a baixos custos e a partir de ideias inovadoras.”</i> Definição desenvolvida pelo SEBRAE/MG. Disponível em: <a href="https://www.sebraemg.com.br/atendimento/biblioteca-digital/documento/texto/o-que-e-uma-empresa-startup">https://www.sebraemg.com.br/atendimento/biblioteca-digital/documento/texto/o-que-e-uma-empresa-startup</a></p> <p>Para os fins desta Cartilha, <i>startups</i> são as Sociedades Empresárias de Pequeno Porte em busca de financiamento por meio do <i>crowdfunding</i> de investimento.</p>
<b>Tipo Societário</b>	Estrutura jurídica utilizada para organizar os meios de produção e permitir o desenvolvimento profissional e permanente de atividades de uma empresa. Os tipos societários mais comuns são (a) sociedade limitada e (b) sociedade anônima (ou sociedade por ações). De acordo com cada tipo societário, são definidas diversas obrigações, responsabilidades e formas de organização.
<b>Valores Mobiliários</b>	São valores mobiliários (i) quaisquer 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 emissor ou de terceiros, quando ofertados publicamente; (ii) aqueles listados no artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, incluindo, mas não se limitando a, ações, debêntures e notas promissórias.







Este livro foi produzido pela FGV Direito Rio,  
composto com a família tipográfica Gotham  
e impresso em papel offset,  
no ano de 2019.

**CadernosFGVDIREITORIO**  
**SérieClínicas**

ISBN 978-85-9597-038-0



9 788595 970380

 **FGV DIREITO RIO**