

O CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO EM NÚMEROS NO BRASIL E A PERSPECTIVA DE AMPLIAÇÃO DE SEU ACESSO À POPULAÇÃO BRASILEIRA

INVESTMENT-BASED *CROWDFUNDING* IN NUMBERS IN BRAZIL AND THE PROSPECT OF EXPANDING ITS ACCESS TO THE BRAZILIAN POPULATION

CROWDFUNDING DE INVERSIÓN EN NÚMEROS EN BRASIL Y LA PERSPECTIVA DE AMPLIACIÓN DE SU ACCESO A LA POBLACIÓN BRASILEÑA

Rodrigo Rocha Feres Ragil*
Rubia Carneiro Neves**

1 Introdução. 2 Criação e contornos gerais do Crowdfunding de investimento. 3 O Crowdfunding de investimento em números. 3.1 Plataformas. 3.2 Ofertas lançadas e concluídas com sucesso. 3.3 Montante alvo de captação e captado. 3.4 Valor médio de captação por oferta. 3.5 Investidores. 3.6 Investidores por oferta. 3.7 Investimento médio por investidor. 4 O perfil dos agentes e a área de atuação no Crowdfunding de investimento. 4.1 Titulares das plataformas. 4.1.1 Atividades, local e área de atuação. 4.2 Sociedades investidas. 4.2.1 Local e área de atuação. 4.3 Investidor. 5 Perspectiva de ampliação do acesso ao Crowdfunding de investimento com base na análise do Edital de Audiência Pública SDM CVM n. 02/2020. 6 Conclusão. Referências.

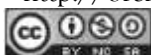
RESUMO

Contextualização: O desenvolvimento do *Crowdfunding* de Investimento desde a sua regulação pela ICVM n. 588 em 2017.

Objetivo: Avaliar a hipótese segundo a qual a regulação trazida pela Instrução CVM n. 588 de 2017 está cumprindo os objetivos que levaram à sua instituição, isto é,

* Advogado e Mestre em Direito Empresarial pela UFMG. Belo Horizonte - MG - BR. E-mail: <rodrigorferes@gmail.com>. <https://orcid.org/0000-0002-6465-4850>

**Professora e Pesquisadora da Faculdade de Direito da UFMG na área de Sistema Financeiro Nacional, negócios e regulação. Belo Horizonte - MG - BR. E-mail: <rubiadneves@ufmg.br>. <http://orcid.org/0000-0002-0331-676X>



democratizar e ampliar o acesso ao mercado de valores mobiliários para empreendimentos nascentes de reconhecido potencial.

Método: Revisão bibliográfica e análise de normas e dados, quantitativos e qualitativos, a respeito de plataformas eletrônicas de investimento participativo, volume de recursos captado, investidores, sociedades empresárias e áreas investidas entre 2014 e 2020.

Resultados: Percebeu-se considerável aumento dos números do *Crowdfunding* de Investimento a partir de 2017 e do seu potencial para financiar empreendimentos empresariais. Observou-se concentração de aplicação dentre os investidores do sexo masculino, com idade inferior a 40 anos, portadores de diploma de Ensino Superior e com renda média elevada, nas regiões Sul e Sudeste, e em algumas atividades, tendo sido o maior volume captado pelos setores financeiro, imobiliário e de tecnologia.

Conclusões: Os resultados mapeados parecem indicar a necessidade de aperfeiçoar a regulação visando a fomentar a ampliação de utilização do *Crowdfunding* de Investimento, eis que verificada pouca diversidade quanto a três aspectos: regiões do país em que são ofertados valores mobiliários via *Crowdfunding* de Investimento; perfil dos investidores; abrangência de atividades em que se investiu. Analisando-se o recente Edital de Audiência Pública SDM CVM n. 02/2020, não foi possível identificar na proposta de alteração normativa por ele trazida regras, mecanismos ou perspectivas para ampliar a baixa diversificação verificada no país.

Palavras-chave: *crowdfunding* de investimento; pesquisa empírica; democratização; acesso; mercado de valores mobiliários.

ABSTRACT

Background: The Investment-based *Crowdfunding* development since its regulation by ICVM no. 588 in 2017.

Objective: Assess the hypothesis that the regulation brought by CVM Instruction No. 588 of 2017 is fulfilling the objectives that led to its institution, that is, democratizing and expanding access to the securities market for new ventures of recognized potential.

Method: Bibliographic review and an analysis of quantitative and qualitative data regarding Investment-based *Crowdfunding* platforms, the volume of funds raised, investors, invested companies and invested areas between 2014 and 2020.

Results: It was noticeable an increase on the Investment-based *Crowdfunding* numbers from 2017 and on its potential to finance business ventures. It has also been possible to note that investments are usually concentrated among male investors, under the age of 40 years old, with higher education degrees and high average income, located in the south and southeast regions and interested in investing in particular domains such as financial, real estate and technology.

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

Conclusions: The mapped results seem to indicate that there is still room for improvement in terms of regulation in order to promote the expansion of the use the Investment-based *Crowdfunding*, since the collected data framed limited investment diversification landscape in three aspects: country regions where securities are offered via Investment-based *Crowdfunding*, the investors' profile and the scope of activities subject to investment. Based on the recent Public Consultation SDM CVM 02/2020, it has not been possible to identify rules, mechanisms or regulatory standards that could possibly address the verified concentrated investment landscape in Brazil.

Keywords: investment-based *crowdfunding*; empirical research; democratization; access; securities market.

RESUMEN

Contextualización: El desarrollo del *Crowdfunding* de Inversión desde su regulación por ICVM n° 588 en 2017.

Objetivo: Evaluar la hipótesis de que la regulación traída por la Instrucción CVM No. 588 de 2017 está cumpliendo con los objetivos que llevaron a su institución, es decir, democratizar y ampliar el acceso al mercado de valores para emprendimientos nacientes de reconocido potencial.

Método: Revisión bibliográfica y de análisis de estándares y datos, cuantitativos y cualitativos, respecto a plataformas de inversión participativa, volumen de fondos recaudados, inversores, empresas investidas y áreas de inversión entre 2014 y 2020.

Resultados: Hubo un aumento considerable en los números del *Crowdfunding* de Inversión a partir de 2017 y en su potencial para financiar empresas comerciales. Fue posible notar una concentración de la aplicación entre los inversionistas varones, menores de 40 años, con títulos de educación superior y altos ingresos promedio, en las regiones sur y sureste, y limitadas a algunas actividades específicas como en los sectores financiero, inmobiliario y tecnológico.

Conclusiones: Los resultados mapeados parecen indicar la necesidad de modificar la regulación a fin de promover la expansión del uso del *Crowdfunding* de Inversión, una vez verificada la limitada diversificación de inversiones en tres aspectos: regiones del país en las que se ofrecen valores a través de *Crowdfunding* de Inversión; el perfil del inversor y el alcance de las actividades sujetas a inversión. Analizando la reciente Convocatoria de Audiencia Pública SDM CVM n. 02/2020, no fue posible identificar en la propuesta normativa reglas, mecanismos o perspectivas para incrementar la baja diversificación de inversiones observada en el país.

Palabras clave: *crowdfunding* de inversión; investigación empírica; democratización; acceso; mercado de valores.

1 INTRODUÇÃO

A ICVM n. 400/03 e a ICVM n. 480/09 permitiam que as sociedades empresárias enquadradas como Microempresa (ME) e Empresa de Pequeno Porte (EPP) (Lei Complementar n. 123/06, art. 3º) pudessem realizar emissão pública de valores mobiliários sem registro prévio perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Lei nº 6.385, de 1976, arts. 15 e 19, § 4º).

Tendo em vista que a sociedade anônima não pode ser enquadrada como ME ou EPP e que o valor das captações era limitado a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) por ano, o regime facilitado de dispensa apresentava baixa utilização (BRASIL, 2016, p. 4).

A soma de tais fatos à identificação de que as tradicionais alternativas de acesso a crédito não atendiam às demandas de empreendimentos nascentes¹ (BRASIL, 2016, p. 3-6; FELIPE; FERREIRA, 2020, p. 561) levou a CVM a criar o *Crowdfunding* de Investimento enquanto modalidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada por meio de plataformas eletrônicas autorizadas em que a emissora de valores mobiliários conta com dispensa de registros prévios na autarquia (ICVM n. 588/2017).

Assim, entendido como o mecanismo que viabiliza a reunião de pequenos valores captados por meio de plataformas disponíveis na Internet, investidos por um grupo de financiadores, sem a participação de intermediário financeiro tradicional (MOLLICK, 2014, p. 2), o *Crowdfunding* de Investimento foi instituído com o propósito de atender à demanda do público não abrangido pelas tradicionais formas de financiamento.

Em revisão bibliográfica, apuraram-se estudos a respeito de aspectos práticos e jurídicos do *Crowdfunding* de Investimento, envolvendo o exame das condições gerais da

¹ Em geral, investidores tradicionais focam em empreendimentos com algum grau de maturação e validação mercadológica e não têm interesse em ter participação ativa no desenvolvimento dos negócios, compartilhando conhecimento e experiência, bem como disponibilizando *networking* para escalar o empreendimento. Dado o risco de retorno sobre investimentos em sociedades empresárias cujo modelo de negócios, muitas vezes, se encontra no plano das ideias, esse segmento não atrai o interesse do mercado bancário, de *Private Equity* ou de *Venture Capital* (SCHWIENBACHER; LARRALDE, 2010, p. 17-18; GIOIELLI, 2013, p. 20; IMMC, 2015; SILVA, 2019, p. 86-92). Além disso, as instituições financeiras usualmente cobram altas taxas de juros, ou mesmo negam crédito para negócios em estágio inicial. Do mesmo modo, é elevado o custo da tradicional oferta pública de valores mobiliários. Conforme a Deloitte, gasta-se, em média, R\$ 5 milhões com auditores, advogados, custodiantes e escrituradores, registros perante a CVM e listagem na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Trata-se de valor de raro alcance para sociedades empresárias nascentes, sem fluxo de caixa e cujos negócios, muitas vezes, sequer foram validados no mercado. Assim, o *Crowdfunding* de Investimento busca atender a um público, tanto de investidores quanto de emissores, não abarcado por esses métodos tradicionais de financiamento (BRASIL, 2019a, p. 21-28; 56-57; ABDI, 2011; ARMOUR; ENRIQUES, 2017; SALAMA, 2018).

oferta pública de valores mobiliários dispensadas de registro, dos critérios de elegibilidade do emitente da oferta, de participação dos investidores, de formação de sindicatos de investimento participativo, de registro de plataforma eletrônica, de direitos e deveres dos envolvidos e dos instrumentos jurídicos que têm sido utilizados na oferta de títulos de investimento via plataformas de *crowdfunding*. Além desses elementos, Ragil (2017) promoveu também a análise comparativa da regulação de tal mecanismo de investimento no país com o formato utilizado nos Estados Unidos da América e em Taiwan, envolvendo toda a trajetória regulatória do instituto no Brasil, desde o cenário antecedente ao Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016, até a publicação da ICVM n. 588, em 13 de julho de 2017. Os mesmos aspectos regulatórios foram apresentados e discutidos no trabalho de Ferreira (2018), o qual concluiu pela postura positiva da CVM ao se mostrar aberta a realizar mudanças e atualizações na novel norma. Com adição do exame dos riscos enfrentados pelos participantes do ambiente de *Crowdfunding* de Investimento e das intenções pretendidas com a edição da norma, Fonseca (2018) reconheceu em sua pesquisa as incertezas sobre a eficácia e a necessidade de algumas exigências impostas pela Comissão de Valores Mobiliários no momento da edição da norma em 2017.

Realizando análise de dados secundários, Siqueira e Diniz (2017) mapearam o perfil de 648 investidores em pesquisa executada de outubro a dezembro de 2016. Fonseca (2020) relata números de pesquisa realizada pela CapTable com 13 plataformas de *Crowdfunding* de Investimento. Em abordagem complementar, Gouveia (2021) comparou os empréstimos *peer-to-peer* regulados pela Res. CMN n. 4.656 de 2018 com os valores mobiliários baseados em *debt* regidos pela ICVM n. 588 e, apesar de identificar diferenças entre os institutos, concluiu que há um núcleo comum de disposições e mecanismos regulatórios, tal como o dever de fornecer orientações básicas ao investidor, a adoção de limites de valor transacional, a promoção de medidas para mitigar o risco operacional das plataformas e a necessidade de se fazer alertas quanto à possibilidade de sua verificação.

A partir do levantamento de dados quantitativos e qualitativos, merecem relevo os resultados mapeados por Felipe e Ferreira (2020), que, apurando informações sobre 99 campanhas de empreendimentos lançadas na plataforma de *Crowdfunding* de Investimento Kria, entre 2014 e 2017, concluíram que as métricas de previsão de meta financeira, de categoria do empreendimento, de participação de *advisor*, de duração da campanha e do tipo de participação oferecida ao investidor, afetam positivamente tanto a probabilidade quanto a velocidade do sucesso do financiamento das sociedades embrionárias.

Adotando também abordagem empírica sobre o *Crowdfunding* de Investimento, Hassem (2020) analisou o tempo de constituição de sociedades empresárias envolvidas em 30 campanhas de captação distribuídas entre 2017 e 2018, em 3 plataformas (Kria,

Eqseed e Startmeup), bem como o tipo de atividade desenvolvida, o segmento em que se insere, os dados geográficos e os tipos de investidor. Com base no recorte adotado, concluiu-se que, apesar da baixa relevância dos números do *Crowdfunding* de Investimento (R\$ 22.602.34,00), especialmente quando comparados com dados de outros investimentos de capital de risco no mesmo período (R\$ 28,7 bilhões em 202 empresas), o novo mecanismo materializou alternativa real de financiamento para empresas nascentes, eis que a idade média das empresas analisadas era de apenas 3 anos de registro no momento da captação, abrangendo, em sua maioria, o setor de serviços com uso de Internet (*sites* e aplicativos).

Apesar de o impacto do *Crowdfunding* de Investimento no mercado brasileiro demonstrado na literatura revisada ter sido confirmado em Relatório produzido pela Comissão de Valores Mobiliários (BRASIL, 2019b), procurou-se, no presente trabalho, avaliar a hipótese segundo a qual a regulação trazida pela Instrução CVM n. 588 de 2017 está cumprindo os objetivos que levaram à sua instituição, isto é, democratizar e ampliar o acesso ao mercado de valores mobiliários para empreendimentos nascentes de reconhecido potencial.

Para investigar a questão, ampliou-se o recorte temporal para os anos de 2014 e 2020, e, com base em dados secundários, a pesquisa trouxe números a respeito de todas as plataformas eletrônicas de investimento participativo localizadas no período, de ofertas lançadas e fechadas com sucesso, do volume alvo de captação de recursos e daquele efetivamente captado, de investidores em geral, do volume médio de investidores por oferta e do valor médio por eles aportado.

De forma complementar à estratégia traçada, também se realizou análise de dados quantitativos e qualitativos coletados de forma primária para se ter mais subsídio à verificação dos efeitos da regulação sob análise, em sua missão de ampliação do acesso ao mercado de valores mobiliários. De início, foram tratadas informações sobre as titulares das plataformas de investimento registradas na CVM até 2020, identificando-se a forma societária por elas adotada, o objeto social definido e o município de instalação de suas sedes. Depois, foram examinadas 184 ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com sucesso ou em curso até 2020, mapeadas em 16 das 32 plataformas registradas que disponibilizaram informações em seus sítios eletrônicos. Foi possível apurar o valor captado por empreendimento, a área de aplicação da captação e o município para onde o investimento tinha previsão de destinação. Por fim, com base em dados secundários, delinear-se características sobre o perfil do investidor (gênero, idade, profissão e valor médio de investimento).

Após a verificação da hipótese com base nos dados mapeados, inclusive, à luz de análise normativa, procurou-se apresentar perspectivas do acesso ao *Crowdfunding* de Investimento no Brasil, com o exame da proposta de norma prevista no Edital de

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

Audiência Pública CVM/SDM n. 02, de 26 de março de 2020, e da Resolução CVM n. 4, de 20 de agosto de 2020.

2 CRIAÇÃO E CONTORNOS GERAIS DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO

No Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016, do qual se originou a ICVM n. 588, de 2017, a CVM anunciou que a sua intervenção tinha o objetivo de contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, que podem ser relevantes para a economia brasileira, ampliar a qualidade e a efetividade dos instrumentos de financiamento a empreendimentos nascentes e promover a proteção dos investidores (BRASIL, 2016, p. 2)².

Para promover o fomento do setor econômico, canalizar a poupança popular para o investimento produtivo e atrair mais participantes para o mercado, passou-se a permitir que pessoas jurídicas empresárias constituídas sob a forma de sociedade limitada e anônima ou de empresa individual de responsabilidade limitada, com receita bruta anual inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) fossem dispensadas de se registrar perante a CVM e pudessem usar o *Crowdfunding* de Investimento para realizar captação pública de recursos financeiros de até R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) anuais (BRASIL, 2017a; BRASIL, 2019c), sem registro da emissão de valores mobiliários.

Definido na ICVM n. 588/2017, como uma modalidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada por meio de plataformas eletrônicas autorizadas pela CVM, o *Crowdfunding* de Investimento foi idealizado para favorecer o acesso a crédito para sociedades empresárias em estágio inicial de formação, com base na dispensa de registros regulatórios e de intermediários para reduzir custos e burocracia na obtenção de investimento.

Para promover a proteção dos investidores, exigiu-se a publicização das informações da emissora de valores mobiliários e da respectiva oferta pública em formato padronizado e transparente (ICVM n. 588, de 2017, arts. 25 e 26). Reconhecendo que não deve atrair para si a fiscalização de todas as operações e os agentes participantes do *Crowdfunding* de Investimento, a CVM admitiu a atuação em

² No texto da ICVM n. 588/2017, a agência reguladora reconheceu que a finalidade de se instituir o *Crowdfunding* de Investimento visava: 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 habituados ao mercado de capitais; e d) prover segurança jurídica para plataformas eletrônicas de *investment-based crowdfunding* e para empreendedores de pequeno porte (BRASIL, 2017a).

cooperação com os regulados para intervir sobre o domínio econômico (RAGIL, 2017, p. 148-149; FONSECA, 2018).

Assim, além de promover a aproximação entre investidor e investida, as sociedades titulares das plataformas de investimento participativo receberam a atribuição de “*gatekeepers*” (BRASIL, 2016, p. 8), ou seja, a elas atribuiu-se o dever de fiscalizar os demais partícipes (sociedades empresárias de pequeno porte, investidores e sindicatos) a fim de garantir que cumpram as prescrições normativas. Para viabilizar tal controle³ e atrair investidores que não são habituados ao mercado de capitais (BRASIL, 2016, p. 2), a CVM criou “ambiente privativo” para a realização de ofertas públicas de valores mobiliários pela Internet (BRASIL, 2017a) ao prever a obrigatoriedade dessas ofertas serem realizadas por meio das plataformas (ICVM n. 588/2017, art. 11; FERREIRA, 2018).

3 O *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO EM NÚMEROS

Antes da publicação da ICVM n. 588, em 14 de julho de 2017, a atividade de oferta pública de valores mobiliários por meio da Internet era realizada no Brasil com base nas normas de 2003 e de 2009. Em 2013, foi criada a *Broota*, a primeira plataforma de *crowdfunding* destinada a aproximar empreendedores e investidores interessados em adquirir títulos de dívida ou de participação societária em sociedades empresárias. No ano seguinte, ela coordenou a primeira oferta pública de valores mobiliários no Brasil por intermédio da Internet (CORRÊA, 2016, p. 19), em que realizou captação coletiva de R\$ 200.000,00 em favor de si própria junto a 30 investidores (ABREU, 2015).

Entre 2014 e 2020, houve crescimento do número de plataformas eletrônicas de investimento participativo, de ofertas públicas de valores mobiliários, do valor alvo médio e arrecadado, do número de investidores e do ticket-médio de investimento para cada investidor.

3.1 PLATAFORMAS

Apesar de inexpressivos, os registros consolidados sobre o *Crowdfunding* de Investimento antes de 2016, foi possível apurar que, em 2015, foram concluídas 43

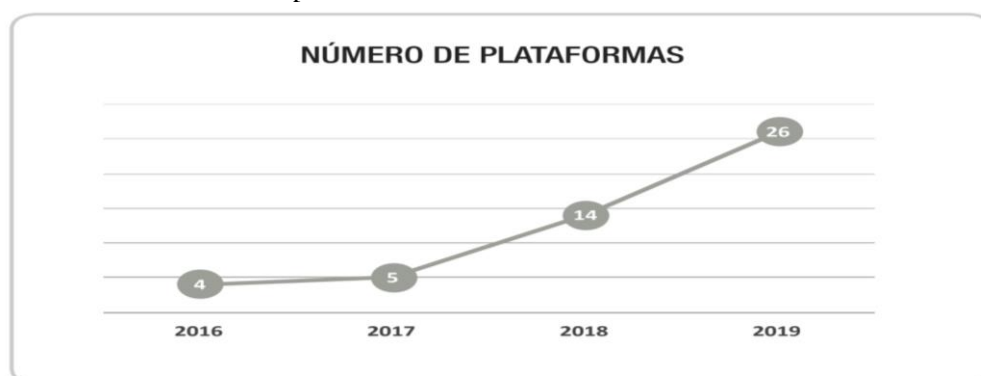
³ Certamente, a estratégia de relativa unificação do procedimento e do foro para oferta pública de títulos pela Internet facilita a fiscalização da CVM. Da forma como as captações coletivas de recursos pela Internet vinham sendo conduzidas por meio das plataformas, havia uma pluralidade de usos e procedimentos que eram observados, o que dificultava a coordenação e o controle sobre os participantes e as atividades realizadas por seu intermédio. A CVM concebe esse regime de centralização de forma tão significativa que determinou a inaplicabilidade da regulação específica sobre a distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários que não se enquadram nas ofertas caracterizadas nos termos da ICVM n. 588/2017 (art. 1º, § 1º) (BRASIL, 2017a).

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

ofertas com dispensa de registro, no âmbito das flexibilizações de registros trazidas pela ICVM n. 400/03 e n. 480/09. Em média, cada oferta arrecadou R\$ 525.000,00, das quais apenas quatro alcançaram captação superior a R\$ 1.000.000,00 e apenas uma conseguiu atingir o limite de R\$ 2.400.000,00 (BRASIL, 2016, p. 5).

Entre 2016 e 2020, o número desses agentes intermediários passou de 4 (Broota, Eqseed, Startmeup e EuSócio) para 32, representando um aumento de 800% (BRASIL, 2020a). Em 2018, 12 sociedades empresárias solicitaram registro perante a CVM, dentre elas 3 que, até então, realizavam captações coletivas com fundamento nas dispensas legais contidas nas ICVM n. 400/03 e n. 480/09. O crescimento de plataformas a partir de 2018 pode indicar ter sido decisiva a ICVM n. 588/2017 para tal resultado.

Gráfico 1 - Número de plataformas



Fonte: (BRASIL, 2019b, *online*).

3.2 OFERTAS LANÇADAS E CONCLUÍDAS COM SUCESSO

Quanto às ofertas públicas via plataformas, no gráfico seguinte, observa-se maior número em 2016, tendo decrescido nos dois anos que se seguiram e voltado a crescer em 2019. As ofertas concluídas com sucesso cresceram 50% em relação à média apurada entre 2016 e 2017, sendo que as sociedades investidas têm se mostrado mais assertivas em suas captações públicas via *Crowdfunding* de investimento. A variação entre ofertas lançadas e ofertas exitosas era de 75%, em 2016, e em 2019, foi de apenas 26%.

Novamente, pode-se inferir ter sido a ICVM 588/2017 decisiva tanto para o aumento do número de ofertas públicas de valores mobiliários exitosas, em 2018 e 2019, quanto para a maior assertividade entre a propositura e a efetiva captação de recursos. Pode ser que a previsão de regras mais claras quanto à forma e ao conteúdo das ofertas que obrigatoriamente devem ser disponibilizadas aos investidores esteja contribuindo para o incremento do sucesso das ofertas, eis que é um fator que auxilia na tomada de decisão de investimento.

No entanto, como se viu no trabalho de Felipe e Ferreira (2020), pode ser que a justificativa resida em outros fatores, como na experiência alcançada pelos envolvidos com o setor e na adoção de específicas estratégias e de metas de financiamento mais elevadas, disponibilizadas por maior tempo, com previsão tanto de atuação de investidor qualificado quanto de participação preestabelecida.

Gráfico 2 - Número de ofertas lançadas e de ofertas fechadas com sucesso



Fonte: (BRASIL, 2019b, online).

3.3 MONTANTE ALVO DE CAPTAÇÃO E CAPTADO

Entre 2016 e 2019, também se observou aumento do valor alvo proposto para captação de recursos financeiros e do valor efetivamente arrecadado. Em 2016, foram captados R\$ 8.342.924, ao passo que, em 2019, R\$ 59.043.689, correspondendo a um aumento de 700%. É de se notar que, em 2019, apenas 7,5% do valor alvo das captações públicas lançadas não foram convertidos em investimento (ARRUDA, 2019, p. 28-29).

Como disposto no item 2.2, tal êxito pode estar relacionado aos efeitos da ICVM n. 588 e à adoção de estratégias capazes de atrair e engajar o investidor. A pesquisa de Felipe e Ferreira (2020) mostrou que a participação do *advisor* na captação coletiva gera confiança nos demais investidores.

Gráfico 3 - Montante alvo de captação e montante total captado



Fonte: (BRASIL, 2019b, online).

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

3.4 VALOR MÉDIO DE CAPTAÇÃO POR OFERTA

O mesmo contexto foi observado quanto ao valor médio por cada captação. Em 2016, o valor médio era de R\$ 347.621,82 e, em 2019, o valor médio foi de R\$ 984.061,48, número próximo da média alcançada no ano anterior e notadamente superior à média encontrada nos anos “pré-regulação” específica.

Gráfico 4 - Valor médio de captação por oferta



Fonte: (BRASIL, 2019b, *online*).

3.5 INVESTIDORES

Em relação aos investidores, foram identificadas 1.099 pessoas que efetivamente aportaram seus recursos via *Crowdfunding* de investimento em 2016, e em 2019, 6.720. Embora tenha havido curva mais acentuada a partir de 2018, diferente do observado em relação aos demais dados, o número de investidores decresceu 25% entre 2018 e 2019.

Gráfico 5 - Número de investidores



Fonte: (BRASIL, 2019b, *online*).

A literatura mapeada (HASSEM, 2020; FELIPE; FERREIRA, 2020; FONSECA, 2020) mostra o crescimento do *Crowdfunding* de Investimento e aponta as causas de seu

êxito, todavia não se mostrou clara em relação à justificativa para o decréscimo verificado entre os anos de 2018 e 2019.

3.6 INVESTIDORES POR OFERTA

A referida redução também é vista no quesito “investidores por oferta pública”. A quantidade de investidores por oferta aumentou progressivamente em 2017 e em 2018, mas decresceu em 2019 a uma taxa similar ao seu último ciclo de crescimento. Ao final, tem-se que o número de investidores por oferta pública em 2019 é idêntico ao de 2017. Assim como na subseção anterior, não foi possível atribuir este comportamento a uma razão específica.

Gráfico 6 - Número médio de investidores por oferta



Fonte: (BRASIL, 2019b, *online*).

3.7 INVESTIMENTO MÉDIO POR INVESTIDOR

No que se refere ao valor médio do aporte realizado por cada investidor, em 2016, era de R\$ 7.591,38. Entre 2017 e 2018, tal valor reduziu e voltou a subir em 2019 para o patamar de R\$ 8.786,26. Nota-se que não houve incremento relevante no aporte realizado pelos investidores a partir da regulação do *Crowdfunding* de Investimento.

Gráfico 7 - Investimento médio por investidor



Fonte: (BRASIL, 2019b, *online*).

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

Apesar de identificada baixa ampliação no caso desse indicador, os dados coletados apontam crescimento do *Crowdfunding* de Investimento após a sua regulação em 2017 pela CVM (LUPI; KNOERR; OLIVEIRA, 2019; SCHWIENBACHER, 2019; HASSEM, 2020; FELIPE; FERREIRA, 2020; FONSECA, 2020).

Identificou-se que a regulação específica tem contribuído para o aumento substancial no número de plataformas eletrônicas registradas, no número de ofertas públicas realizadas por meio da Internet, no valor arrecadado conforme a atividade e no valor médio investido em cada empreendimento, mas, também, a adoção de estratégias específicas, como a participação do *advisor* na captação.

Como visto, particularmente, os últimos três indicadores apresentados não demonstram crescimento. Diferentemente dos primeiros analisados, os dados trazidos pelos Gráficos 5, 6 e 7 sinalizam um cenário não tão contrastante para o *Crowdfunding* de Investimento pré e pós-regulação específica pela CVM. Por um lado, o número de investidores absoluto e por oferta reduziu no último ciclo de análise, e, por outro, o valor do ticket-médio de investimento manteve-se razoavelmente estável, quando se compara o resultado encontrado em 2016 e em 2019.

Não foi possível localizar na literatura analisada explicação para a retração do número de investidores em *Crowdfunding* de Investimento e do valor médio por eles pago entre 2018 e 2019, o que deixa margem para futuras pesquisas.

4 O PERFIL DOS AGENTES E A ÁREA DE ATUAÇÃO NO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO

Neste tópico, apresentam-se os resultados do levantamento de dados qualitativos sobre as titulares das plataformas de investimento participativo, suas atividades, local de registro e área de atuação. Esses dois últimos indicadores também foram levantados em relação às sociedades que receberam investimento por *Crowdfunding* de investimento. Quanto aos investidores, foi possível mapear a idade, o gênero, o nível de escolaridade e a renda média.

4.1 TITULARES DAS PLATAFORMAS

Ao se analisar, com base no número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), as 32 sociedades empresárias habilitadas conforme a ICVM n. 588/2017⁴ perante a CVM até janeiro de 2020, foi possível identificar a forma

⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding)*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding.html#:~:text=Crwodfunding%20de

societária por elas adotada, o objeto social definido e o município de instalação de suas sedes.

Com base em dados acessados em sítios eletrônicos das plataformas de investimento participativo, avaliou-se também a respeito de presença de foco em determinada área de atuação.

A primeira conclusão extraída diz respeito à concentração das sociedades empresárias que mantém o registro de suas sedes na região sudeste do país. Das 32 titulares de plataformas mapeadas, 22 estão constituídas em São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte. A região Sul abrange 8. Das 2 restantes, uma plataforma está sediada em Brasília e a outra em Salvador. Sendo que, até janeiro de 2020, não foi possível localizar registro de sociedades para ofertar plataformas eletrônicas de investimento participativo na região norte do Brasil.

Localizaram-se 28 sociedades registradas como limitadas, ou seja, 87,5%. Das outras 4, 2 estão constituídas sob a forma de sociedade anônima e 2, como Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI).

4.1.1 Atividades, local e área de atuação

Ao se observar os códigos de Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) das sociedades titulares das plataformas de *Crowdfunding* de investimento, apurou-se que 17 ou 53% possuem CNAE voltado para a atividade principal de “Portais, provedores de conteúdo e outros serviços de informação na Internet” (cód. 63.19-4-00). Ao se considerar tal atividade em conjunto com a de “Intermediação e agenciamento de serviços e negócios em geral” (cód. 74.90-1-04), ao menos 23 ou 71% das plataformas analisadas concentram sua atividade principal em um desses dois códigos.

Quanto às atividades secundárias, 52% das sociedades titulares das plataformas escolhem os seguintes códigos:

74.90-1-04 - Atividades de intermediação e agenciamento de serviços e negócios em geral, exceto imobiliários.

82.11-3-00 - Serviços combinados de escritório e apoio administrativo.

62.040-00 - Consultoria em tecnologia da informação.

62.02-3-00 - Desenvolvimento e licenciamento de programas de computador customizáveis.

62.09-1-00 - Suporte técnico, manutenção e outros serviços em tecnologia da informação.

63.11-9-00 - Tratamento de dados, provedores de serviços de aplicação e serviços de hospedagem na Internet.

%20investimento%20%C3%A9%20capta%C3%A7%C3%A3o,meio%20de%20plataforma%20eletr%C3%B4nica%20de. Acesso em: 7 out. 2020a.

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

63.19-4-00 - Portais, provedores de conteúdo e outros serviços de informação na Internet (elaboração dos autores, 2020).

Em síntese, os empreendedores que criam essas plataformas se veem como fornecedores de serviços relacionados aos portais de informação, à intermediação, à correspondência e à disponibilização de conteúdo.

As atividades de desenvolvimento e licenciamento de software ou de tratamento de dados e serviços de aplicação na Internet não estão elencadas dentre as atribuições principais das titulares de plataformas constantes da ICVM n. 588/2017. Ainda assim, foram atividades invariavelmente encontradas nos objetos sociais das sociedades analisadas.

Em relação ao foco da captação, a maior parte das plataformas de investimento participativo não apresenta escopo delimitado, pois permitem que quaisquer sociedades de pequeno porte possam, uma vez observadas os termos e as condições de elegibilidade, divulgar seus empreendimentos. Das 32 plataformas que compõem a amostra, apenas 7 são vocacionadas a segmento de mercado específico, no caso, o setor imobiliário. As demais estão voltadas às diversas finalidades, desde aplicações tecnológicas de ponta à fabricação de cervejas.

A análise desses dados permitiu identificar que as plataformas eletrônicas estão em sua maioria concentradas na região sudeste, adotam a forma de sociedade limitada e atuam fornecendo portais, provedores de conteúdo e outros serviços de informação na Internet, intermediação e agenciamento de serviços e negócios em geral.

4.2 SOCIEDADES INVESTIDAS

Em levantamento realizado até janeiro de 2020, não se localizou informações consolidadas sobre as sociedades empresárias que captaram recursos financeiros por meio do *Crowdfunding* de Investimento. No entanto, foi possível identificar, no sítio eletrônico de plataformas de investimento participativo, a exposição sumarizada dos projetos que tiveram êxito em suas campanhas e que receberam aporte de investidores, nos termos da ICVM n. 588/2017.

Das 32 Plataformas de Investimento Participativo analisadas, apenas 16, isto é, 50%, apresentavam dados sobre as ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com sucesso ou em curso, sendo que algumas não disponibilizam informações sobre local de atuação da sociedade investida ou do empreendimento em que o recurso seria aplicado.

4.2.1 Local e área de atuação

Em relação às 16 Plataformas de Investimento Participativo, cujos dados foram localizados, foi possível apurar o valor captado por empreendimento, a área de aplicação

da captação e o município onde o investimento seria destinado.

Tabela 1 - Dados das plataformas

<i>PLATAFORMA</i>	<i>EMPREENHIMENTO</i>	<i>ÁREA DE ATUAÇÃO</i>	<i>VALOR CAPTADO/EM CAPTAÇÃO</i>	<i>LOCAL DO EMPREENHIMENTO</i>
EQSEED	Horus	Mobilidade (Drones)	R\$2.000.000,00	Florianópolis/SC
EQSEED	Joycar	Mobilidade e Tecnologia (gestão de veículos)	R\$2.235.000,00	Franca/SP
EQSEED	Prosumir	Tecnologia (aproveitamento energético)	R\$ 1.475.000,00	Cachoeirinha/RS
EQSEED	Ulend	Financeiro (empréstimos de pessoas/empresas)	R\$ 1.800.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Nama	Tecnologia (chatbot)	R\$ 2.500.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Bynd	Mobilidade e Tecnologia (app de caronas corporativas)	R\$ 1.185.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Peak Invest	Financeiro (empréstimos para empresas)	R\$ 1.200.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Mutual	Financeiro (empréstimos para pessoas)	R\$ 4.000.000,00	Rio de Janeiro/RJ
EQSEED	Due Laser	Varejo (máquinas de corte a laser)	R\$ 500.000,00	Palhoça/SC
EQSEED	App Renda Fixa	Tecnologia e Financeiro	R\$ 1.000.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Eqseed	Tecnologia e Financeiro (Plataforma de Investimento Participativo)	R\$ 2.500.000,00	Rio de Janeiro/RJ
EQSEED	Iouu	Financeiro (empréstimos para empresas)	R\$ 1.200.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Prosumir	Tecnologia (aproveitamento energético)	R\$500.000,00	Cachoeirinha/RS
EQSEED	Pegaki	Tecnologia (e-commerce)	R\$1.200.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	3 Cariocas	Varejo (cerveja)	R\$2.000.000,00	Rio de Janeiro/RJ
EQSEED	Horus	Mobilidade (Drones)	R\$ 2.000.000,00	Florianópolis/SC
EQSEED	Greenant	Tecnologia (inteligência de dados para o setor elétrico)	R\$ 1.600.000,00	Rio de Janeiro/RJ
EQSEED	Kokar	Tecnologia (automação residencial/comercial)	R\$ 500.000,00	Vitória/ES
EQSEED	Alligator	Tecnologia (assinatura de eletrônicos)	R\$ 360.000,00	Belo Horizonte/MG
EQSEED	Dindin	Financeiro (internet banking)	R\$ 600.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Housed	Varejo (papel de parede)	R\$ 360.000,00	Gramado/RS
EQSEED	Peepi	Tecnologia (plataforma online de marketing)	R\$ 360.000,00	Curitiba/PR
EQSEED	Pegaki	Tecnologia (e-commerce)	R\$ 360.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Due Laser	Varejo (máquinas de corte a laser)	R\$ 300.000,00	Palhoça /SC
EQSEED	Meu bistrô	Tecnologia (reserva online de personal chef ou buffet)	R\$ 300.000,00	Contagem/MG
EQSEED	Iouu	Financeiro (empréstimos para empresas)	R\$ 500.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Cotexo	Tecnologia (marketplace de compra e vendas de	R\$ 600.000,00	Campinas/SP

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

EQSEED	Contraktor	autopeças) Tecnologia (assinatura digital e gestão de contratos)	R\$450.000,00	Curitiba/PR
EQSEED	Invoop	Tecnologia (compra e venda de empresas)	R\$ 250.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Prosumir	Tecnologia (aproveitamento energético)	R\$ 300.000,00	São Paulo/SP
EQSEED	Me passa aí	Tecnologia e Educação	R\$250.000,00	Informação indisponível
EQSEED	Kokar	Tecnologia (automação residencial/comercial)	R\$ 300.000,00	Vitória/ES
STARTMEUP	Unail	Tecnologia (app/serviços de beleza delivery)	R\$ 500.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Flapper	Mobilidade	R\$ 2.500.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Dr. Cannabis	Saúde	R\$ 2.000.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Gama Ensino	Educação e Tecnologia	R\$ 850.000,00	Vitória/ES
STARTMEUP	Glebba Investimentos	Tecnologia e Financeiro (Plataforma de Investimento Participativo)	R\$ 345.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Zaply	Tecnologia (buscador e comparador de preços)	R\$ 390.000,00	Porto Alegre/ RS
STARTMEUP	Babuxca	Varejo (produtos a base de cachaça, mel e frutas)	R\$320.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Petitbox	Tecnologia (assinatura para gestante e bebê)	R\$ 435.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Lady Driver	Tecnologia e Mobilidade (app de transporte para público feminino)	R\$ 2.501.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Apptite	Tecnologia (delivery de alimentação)	R\$ 3.700.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	SMU Investimentos	Tecnologia e Financeiro (Plataforma de Investimento Participativo)	R\$ 193.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Radix Investimentos	Agronegócio	R\$ 185.200,00	Brasília/DF
STARTMEUP	Polo Multimodal	Imobiliário	R\$ 805.000,00	Fortaleza/CE
STARTMEUP	ExpenseOn	Tecnologia (app de gestão de reembolso)	R\$ 179.500,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Dinneer	Tecnologia (marketplace)	R\$ 184.000,00	Campo Grande/MS
STARTMEUP	Nuveo	Tecnologia (inteligência artificial)	R\$ 572.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Aurratech	Tecnologia (Desinfecção Industrial)	R\$ 1.014.000,00	Santo André/PB
STARTMEUP	Grana Capital	Tecnologia (Fintech)	R\$ 700.000,00	Rio de Janeiro/RJ
STARTMEUP	Dr. Cannabis	Saúde	R\$ 750.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Trade Food	Alimentação	R\$ 361.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Aulas Colmeia	Tecnologia e Educação	R\$ 1.248.000,00	Brasília/DF
STARTMEUP	100 Foods	Alimentação	R\$ 297.000,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Origem	Mobilidade	R\$ 1.312.000,00	Brasília/DF
STARTMEUP	Membran-I	Tecnologia (Inteligência artificial)	R\$ 1.102.500,00	São Paulo/SP
STARTMEUP	Lady Driver	Tecnologia (app de transporte para público feminino)	R\$ 1.233.000,00	São Paulo/SP
GLEBBA	Plaza Martin Demo	Imobiliário	R\$1.700.000,00	Botucatu/SP
GLEBBA	Cânions Residence Marina	Imobiliário	R\$ 1.500.000,00	Piranhas/AL
GLEBBA	Caribe Golf & Spa	Imobiliário	R\$ 900.000,00	Palmas/TO
GLEBBA	Vila Falésias	Imobiliário	R\$ 1.477.000,00	Arraial d'Ajuda/BA
GLEBBA	Casa Nova Eco clube	Imobiliário	R\$ 677.000,00	Suzano/SP
GLEBBA	Reserva Jatobás	Imobiliário	R\$ 850.000,00	Louveira/SP
GLEBBA	Parque das Águas	Imobiliário	R\$ 400.000,00	Paraíso do Tocantins/TO

CAPTABLE	Alterbank	Financeiro (Cripto moedas)	R\$ 2.140.000,00	Rio de Janeiro/RJ
CAPTABLE	Wuzu	Financeiro (Fintech)	R\$ 1.200.000,00	Curitiba/PR
CAPTABLE	Livima	Tecnologia e Imobiliário.	R\$ 1.000.000,00	Rio de Janeiro/RJ
CAPTABLE	UMBLER Cloudhosting	Tecnologia (hospedagem de site).	R\$ 1.005.000,00	Informação indisponível.
CAPTABLE	SKYDRONES	Mobilidade (Drones)	R\$901.000,00	Porto Alegre/RS
CAPTABLE	INOVA PICTOR Legaltech	Tecnologia e Propriedade Intelectual.	R\$130.000,00	Campo Bom/RS
CAPTABLE	POMARTEC	Agronegócios (Fruticultura de precisão)	R\$600.000,00	Porto Alegre/RS
CAPTABLE	OAK'S BURRITOS	Varejo (alimentação)	R\$1.100.000,00	Porto Alegre/RS
CAPTABLE	O AMOR É SIMPLES	Tecnologia (e-commerce de vestuário)	R\$ 649.000,00	Porto Alegre/RS
CAPTABLE	INBEAUTY Healthtech	Saúde e Tecnologia	R\$700.000,00	Porto Alegre/RS
CAPTABLE	TRASHIN	Tecnologia e saneamento (coleta seletiva e gestão de resíduo).	R\$1.100.000,00	Porto Alegre/RS
CAPTABLE	EIRENE SOLUTIONS	Agronegócio (Pulverização Seletiva).	R\$750.000,00	Porto Alegre/RS
BLOXS	CGC Energia Solar SP	Energia e Tecnologia (geração compartilhada de energia)	R\$ 1.590.000,00	São Paulo/SP
BLOXS	Dejour Entretenimento Náutico	Serviços (bares e entretenimento)	R\$ 1.410.000,00	Camboriú/SC
BLOXS	Agrosucesso gado Invest	Agronegócio	R\$ 3.160.000,00	Piracicaba/SP
BLOXS	Yuca Coliving Invest II	Imobiliário	R\$ 1.005.000,00	São Paulo/SP
BLOXS	Clínica Maxlarys	Serviços (odontologia)	R\$600.000,00	Ponta Grossa/PR
BLOXS	Drops SP Interior	Serviços (rede de franquia de motéis)	R\$ 1.715.000,00	Barretos/SP
BLOXS	Boi Pec Invest I	Agronegócio	R\$ 1.305.000,00	Informação Indisponível.
BLOXS	Yuca Coliving Invest II	Imobiliário	R\$ 1.850.000,00	São Paulo/SP
BLOXS	Solar 21 Condomínios	Energia e Tecnologia (energia solar por assinatura)	R\$ 1.200.000,00	Brasília/DF
BLOXS	Usina Solar Adágio Salvador	Energia e Tecnologia (energia solar)	R\$ 1.750.000,00	Salvador/BA
BLOXS	Agroflorestal Eucalipto	Agronegócio	R\$ 872.000,00	Inocência/MS
BLOXS	Reivéillon Jeri	Serviços (eventos e entretenimento)	R\$ 1.181.000,00	São Paulo/SP
BLOXS	Porto das Dunas I	Imobiliário	R\$ 595.000,00	Fortaleza/CE
BLOXS	Terra do Sol	Energia e Tecnologia (energia solar)	R\$ 810.000,00	Salvador/BA
BLOXS	Drops Brasília	Serviços (rede de franquia de motéis)	R\$ 1.200.000,00	Brasília/DF
BLOXS	All Liberdade	Imobiliário	R\$ 826.000,00	São Paulo/SP
BLOXS	Palazzo Rio Vermelho/BRL Incorp	Imobiliário	R\$ 610.000,00	Salvador/BA
BLOXS	Terras do São Francisco Residence	Imobiliário	R\$ 511.000,00	Propriá/SE
INCO	Residencial Campanet - Vilaurbe	Imobiliário	R\$ 1.501.000,00	Araras/SP
INCO	Residencial Luna - PRODOMO	Imobiliário	R\$ 1.879.000,00	Belo Horizonte/MG
INCO	Bairro Terra Nobre 2 - Empreendimentos	Imobiliário	R\$ 2.280.000,00	Varginha/MG
INCO	Mais Park Contagem 2	Imobiliário	R\$ 1.001,000,00	Contagem/MG
INCO	London Park	Imobiliário	R\$ 1.500.000,00	Londrina/PR
INCO	Mais Park Contagem	Imobiliário	R\$ 1.500.000,00	Contagem/MG
INCO	Residenc. Barcelona 2	Imobiliário	R\$ 1.014.000,00	Pinhais/PR
INCO	Bairro Terra Nobre - Empreendimentos	Imobiliário	R\$ 1.600.000,00	Varginha /MG

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

INCO	Gran VIC Morumbi	Imobiliário	R\$ 2.500.000,00	São Paulo/SP
INCO	Residencial Barcelona	Imobiliário	R\$ 1.048.000,00	Pinhais/PR
INCO	Polo Fit Habitat	Imobiliário	R\$ 1.496.000,00	Curitiba/PR
INCO	Reserva do Bosque	Imobiliário	R\$ 1.566.000,00	Poços de Calda /MG
INCO	Águas do Alvorada	Imobiliário	R\$ 1.697.000,00	Rio de Janeiro/RJ
INCO	VIC Ville Park Rubi	Imobiliário	R\$ 1.814.000,00	Santa Luzia/MG
INCO	PHV Villa Di Montalcino	Imobiliário	R\$ 1.500.000,00	Belo Horizonte/MG
INCO	Master Tower Paradiso	Imobiliário	R\$ 790.000,00	Betim/MG
INCO	La Vista Lapa	Imobiliário	R\$ 890.000,00	São Paulo/SP
INCO	Villa Bella Nacional	Imobiliário	R\$ 818.000,00	Contagem/MG
INCO	VIC Ville Park Madri	Imobiliário	R\$ 800.000,00	Vespasiano/MG
INCO	Quartzo Portal do Engenho Residencial Club	Imobiliário	R\$828.000,00	Itaúna/MG
INCO	Precon Ville Vancouver	Imobiliário	R\$ 1.117.000,00	Vespasiano/MG
CLUSTER 21	Agencie Imóveis	Tecnologia (intermediação do processo de venda de imóveis)	R\$ 1.185.000,00	Porto Alegre/RS
CLUSTER 21	Babypass	Tecnologia e Mobilidade (app de mobilidade especializado em transporte de crianças)	R\$ 350.000,00	Informação Indisponível
CLUSTER 21	Substância	Varejo (alimentação natural)	R\$ 3.000.000,00	Porto Alegre/RS
CLUSTER 21	Ideal Engenharia Energias Alternativas e Renováveis	Energia e Tecnologia (energia renovável)	R\$ 1.250.000,00	São Paulo/SP
HURST	2CCB Hurst - Pré financiamento	Tecnologia e Financeiro (Plataforma de Investimento Participativo)	R\$ 282.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #02-10/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 904.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo # 10/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 457.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #02-08/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.106.552,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #01-08/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 431.835,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #02-07/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$659.278,00	São Paulo/SP
HURST	Direitos Creditórios Trabalhistas/ Vasp Estado de São Paulo #01-07/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.429.657,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro #01-06/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 450.192,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro #03-05/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$445.316,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Direitos Creditórios Trabalhistas/ Vasp Estado de São Paulo #02-05/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.438.731,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo#05/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 694.955,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro #01-004/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 879.032,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Direitos Creditórios Trabalhistas/ Vasp Estado de São Paulo #02-05/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.000.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo# 03/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 935.749,0	São Paulo/SP

HURST	Precatório Federal#02-02/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.429.737,00	Informação indisponível.
HURST	Operação Carteira de Precatórios#01	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 2.120.000,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Municipal de São Paulo#01/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$982.640,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro #01/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 500.000,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Operação Direitos Creditórios RIBAS#012020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.148.541,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Federal#01/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$1.000.000,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #01/2020	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 400.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Federal #11/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.000.000,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Federal #12/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$550.000,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro #02 112019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.015.007,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro # 122019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$500.000,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Precatório Estadual do Rio de Janeiro # 01-112019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$1.000.000,00	Rio de Janeiro/RJ
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #01-10/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$2.000.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Federal #10/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 2.000.000,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Federal #09/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.400.000,00	Informação indisponível.
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #01-08/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 1.650.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #01-07/2019	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 300.000,00	São Paulo/SP
HURST	Precatório Estadual de São Paulo #12/2018	Financeiro (Ativos Judiciais)	R\$ 335.000,00	São Paulo/SP
HURST	Operação de Royalties de Músicas de Paulo Ricardo #06/2020	Financeiro (Royalties)	R\$ 940.000,00	Informação indisponível.
HURST	Operação de Royalties de Músicas de Luiz Avellar #05/2020	Financeiro (Royalties)	R\$ 1.064,200,00	Informação indisponível.
HURST	Operação de Royalties de Músicas #02/2020	Financeiro (Royalties)	R\$ 3.000.000,00	Informação indisponível.
HURST	Operação de Royalties de Músicas #01/2020	Financeiro (Royalties)	R\$ 460.000,00	Informação indisponível.
HURST	Cotas de Consócio#01/12/2019	Financeiro (Investimento em ativos)	R\$ 1.000.000,00	Informação indisponível.
HURST	Recebíveis Biotecnologia Sustentável	Financeiro (Investimento em ativos)	R\$ 500.000,00	Informação indisponível.
HURST	Recebíveis de Venda de Máquinas Agrícolas#01/08/2019	Financeiro (Investimento em ativos)	R\$ 240.000,00	Informação indisponível.
HURST	Recebíveis de Venda de Minério #1 07/2019	Financeiro (Investimento em ativos)	R\$ 300.000,00	Informação indisponível.
HURST	Recebíveis de Venda de Etanol #01 06/2019	Financeiro (Investimento em ativos)	R\$ 300.000,00	Informação indisponível.
VANGARDI	Canvas Engenharia	Imobiliário	R\$ 600.000,00	São Paulo/SP
VANGARDI	Santos Júnior Construtora	Imobiliário	R\$ 500.000,00	Belo Horizonte/MG
VANGARDI	Katz Construções	Imobiliário	R\$ 900.000,00	Belo Horizonte/MG
VANGARDI	Santos Júnior	Imobiliário	R\$ 868.000,00	Belo Horizonte/MG

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

	Construtora			
VANGARDI	F2 Construtora	Imobiliário	R\$ 1.000.000,00	Belo Horizonte/MG
VANGARDI	F2 Construtora	Imobiliário	R\$ 819.000,00	Belo Horizonte/MG
VANGARDI	Pride	Imobiliário	R\$ 1.170.000,00	Ponta Grossa/PR
VANGARDI	MCastro Construtora	Imobiliário	R\$ 600.000,00	Belo Horizonte/MG
UPANGEL	Vennux Solução de Logística	Tecnologia e Logística	R\$ 150.000,00	São Paulo/SP
PLATTA	Projeto Compostar Curitiba	Tecnologia e Saneamento (coleta de lixo e transformação em adubo)	R\$ 250.000,00	Curitiba/PR
PLATTA	CGH Bortoloso	Energia Renovável	R\$ 300.000,00	Videira/SC
PLATTA	Voilt	Tecnologia (marketplace de produtos esportivos)	R\$ 250.000,00	Curitiba/PR
PLATTA	InterED tech	Tecnologia (Edutech)	R\$ 700.000,00	Curitiba/PR
ORGANISMO	Plataforma XZ	Tecnologia (marketplace de futebol)	R\$ 2.500.000,00	São Paulo/SP
WIZTARTUP	Beepay	Tecnologia (método de pagamento)	R\$ 402.000,00	Florianópolis/SC
WIZTARTUP	XGB Tecnologia Inteligente	Tecnologia (Realidade aumenta/virtual)	R\$ 450.000,00	São Paulo/SP
INVESTWEB	Spacemoney	Educação e Soluções Financeiras	R\$ 1.520.000,00	São Paulo/SP
INVESTWEB	Residencial Laguna	Imobiliário	R\$ 200.000,00	Brasília/DF
INVESTWEB	Residencial Marquês de São Vicente	Imobiliário	R\$ 500.000,00	Ituporanga/SC
BEGIN	Engravidada Clínica	Medicina (reprodução)	R\$ 3.500.000,00	São Paulo/SP
CONFIANCE	Nextale	Livros Digitais	R\$ 400.000,00	Rio de Janeiro/RJ

Fonte: elaboração dos autores (2020).

Ao todo, foram anotadas 184 ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com sucesso ou ainda em curso após a publicação da ICVM n. 588/2017, conforme se pode depreender do número de registros contidos na tabela acima (n.1).

Das sociedades que receberam investimentos, 82% delas atuam majoritariamente no campo tecnológico, sendo 31% na área de inteligência artificial, automação de processos e aplicativos de intermediação, 26%, no setor financeiro e 24%, no setor imobiliário.

Tabela 2 - Natureza da atividade x Valor captado (R\$)

Agronegócio	6	R\$ 6.872.200,00
Alimentação	2	R\$ 658.000,00
Educação	3	R\$ 2.770.000,00
Energia	6	R\$ 6.900.000,00
Financeiro	48	R\$ 50.607.422,00
Imobiliário	48	R\$ 50.002.000,00
Mobilidade	7	R\$ 12.133.000,00
Saúde	4	R\$ 6.950.000,00
Serviços	5	R\$ 6.106.000,00
Tecnologia	48	R\$ 39.505.000,00
Varejo	7	R\$ 7.580.000,00
TOTAL	184	R\$ 190.083.622,00

Fonte: elaboração dos autores (2020).

Conforme as Tabelas 1 e 2, em relação aos 11 tipos de atividades beneficiadas com aportes de recursos via *Crowdfunding* de Investimento, foi possível observar que:

a) a captações variaram de 600 mil a 3,1 milhões de reais, no setor do agronegócio; de 200 mil a 300 mil, no de alimentação; de 400 mil a 1,5 milhão, no de educação; de 300 mil a 1,7 milhão, no de energia; de 200 mil a 4 milhões, no financeiro; de 200 mil a 2,5 milhões, no imobiliário; de 900 mil a 2,5 milhões, no de mobilidade; de 700 mil a 3,5 milhões, no de saúde; de 600 mil a 1,7 milhão, no de serviços; de 100 mil a 3,7 milhões, no de tecnologia; de 300 mil a 3 milhões, no de varejo;

b) em termos de variedade de valores dos recursos financeiros captados, de quantidade de captações e de recursos captados, os maiores números ficaram por conta de 2 tradicionais setores da economia, o financeiro (R\$ 50.607.422,00), em que está abrangida a atividade de aquisição de precatórios (R\$ 30.163.222,00) e o setor imobiliário (R\$ 50.002.000,00). O terceiro lugar ficou com o setor de tecnologia (LIMA; ARAÚJO, 2019) que tende a abranger novos negócios (R\$ 39.505.000,00) (Notas dos Autores, 2020).

Das 184 ofertas levantadas, em 160 foi divulgado o local onde o investimento seria aplicado. Desse total, 120 (75%) estão localizados nas capitais das 5 regiões do país, tendo sido verificadas 107 (67%) ofertas exitosas na região Sudeste, 34 (21%) na região Sul, 9 (5%) na região Nordeste, 8 (5%) na região Centro-Oeste e 2 (1%) na região Norte.

Ao se comparar o local da sede das sociedades titulares das plataformas de investimento participativo com o endereço dos empreendimentos onde os investidores realizaram aportes de recursos financeiros, pôde-se constatar que 117 dos 160 (73%) exitosos compartilham o mesmo domicílio. Em 9 das 16 plataformas eletrônicas de investimento participativo analisadas, este percentual superou a marca de 80% dos casos, conforme se pode observar abaixo:

Tabela 3 – Plataformas, números de captações por regiões

<i>NOME DA PLATAFORMA</i>	<i>REGIÃO DE REGISTRO</i>	<i>NÚMERO DE CAPTAÇÕES</i>	<i>NÚMERO DE CAPTAÇÕES NA MESMA REGIÃO DE REGISTRO</i>	<i>RESULTADO</i>
EQSEED	Sudeste	31	22	70%
STARMEUP	Sudeste	25	18	72%
GLEBBA	Sudeste	7	3	42%
CAPTABLE	Sul	11	9	81%
BLOXS	Nordeste	17	5	30%
INCO	Sudeste	21	17	80%
CLUSTER	Sul	3	2	66%
HURST	Sudeste	24	24	100%
VANGARDI	Sudeste	8	7	87%
UPANGEL	Sudeste	1	1	100%
PLATTA	Sul	4	4	100%
ORGANISMO	Sudeste	1	1	100%
WIZTARTUP	Sudeste	2	1	50%
INVESTWEB	Sul	3	1	33%
BEEGIN	Sudeste	1	1	100%
CONFIANCE	Sudeste	1	1	100%

Fonte: elaboração dos autores (2020).

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

Da análise realizada, percebeu-se concentração regional das ofertas públicas e dos indícios de que a proximidade entre a titular da Plataforma de Investimento Participativo e as tomadoras de recursos financeiros é fator de sucesso e alavancagem para viabilizar os investimentos, pois indica que há possibilidade de realização de articulação para trabalhar a confiança e os interesses dos investidores.

4.3 INVESTIDOR

A ICVM n. 588/2017 foi precedida pelo edital de audiência pública SDM n. 06/2016 que, por sua vez, fora publicado após a realização de estudos por parte da CVM. Em 2015, em pesquisa sobre opiniões e preferências a respeito do *Crowdfunding* de Investimento, foram enviados questionários a 316 pessoas registradas no Serviço de Atendimento ao Consumidor (SAC) da autarquia, e que com ela interagem habitualmente. Obteve-se um total de 114 respostas à pesquisa (BRASIL, 2015; BRASIL, 2017b; SMU INVESTIMENTOS, 2016; VIEIRA, 2017).

Em síntese, 87% dos participantes eram do sexo masculino, 89% tinham menos de 45 anos, 86% completaram o Ensino Superior e 87% habitavam na região Sul-Sudeste. Apurou-se também que 80% tinham renda-média em torno de R\$ 4.000,00 e 55% acima de R\$ 7.800,00, que 63% dos entrevistados não pretendiam investir mais de R\$ 5.000,00 em ofertas públicas de valores mobiliários a partir das plataformas eletrônicas e que 56% tinham a expectativa de retorno do investimento em menos de 2 anos (apenas 3% estariam dispostos a aguardar mais de 5 anos para apurar retorno de seus aportes) (BRASIL, 2015; SIQUEIRA; DINIZ, 2017).

Os dados coletados sinalizam investidor com perfil majoritariamente masculino, jovem, portador de diploma de Ensino Superior, com renda acima da maioria dos brasileiros⁵.

Em 2016, a Consultoria Din4mo divulgou novo estudo, intitulado “Investidores de *Equity Crowdfunding*”, que abrangeu respostas de 362 pessoas cadastradas na plataforma eletrônica Broota, uma das precursoras da atividade no Brasil. A finalidade do estudo era realizar o mapeamento do perfil dos investidores, analisar o tipo de empreendimento mais popular, as principais demandas e as necessidades evidenciadas no processo de investimento (DIN4MO, 2016).

O estudo alcançou resultados similares ao da CVM: 92,5%, dos entrevistados eram do sexo masculino, 70% com idade inferior a 40 anos e 95%, portadores de

⁵ De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a renda mensal média do brasileiro foi de R\$ 2.398,00 em 2020. A renda média mensal corresponde ao “[...] valor médio recebido por todas as pessoas que têm algum tipo de rendimento no Brasil, se recebessem o mesmo valor por mês. É calculada pela PNAD Contínua - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua”. A pesquisa abrangeu o território nacional (IBGE, 2020, *online*).

diploma do Ensino Superior. Apurou-se também que os entrevistados atuavam predominantemente como empreendedor, investidor de ofício ou na qualidade de sócio de sociedades empresárias privadas (80%). Em termos de preferências de investimento, os participantes mostraram que priorizam empreendimento com protótipo ou produto desenvolvido (37%), e apenas uma parcela pequena (6%) estaria disposta a investir em empreendimentos em estágio pré-operacional (DIN4MO, 2016).

Tais pesquisas revelaram indício de que o investidor interessado em *Crowdfunding* detém conhecimento prévio sobre o mercado de investimentos, seus riscos e funcionamento, assim como a capacidade para julgar o mérito do investimento e do empreendimento em que pretende investir⁶.

Em regra, qualquer pessoa física capaz, portadora de CPF ou jurídica regularmente inscrita perante o Ministério da Fazenda, portadora de CNPJ, pode investir recursos em valores mobiliários emitidos com base na ICVM n. 588/2017, desde que o valor do investimento seja limitado a R\$ 10.000,00 por ano (art. 4º), previsão que visa a reduzir a possibilidade de perdas em empreendimentos de reconhecido risco.

A restrição de valor do investimento não se aplica ao investidor-líder, assim entendido aquele com comprovada experiência de investimento e habilitado a liderar o Sindicato de Investimento Participativo para reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores comuns (ICVM n. 588/2017, art. 4º, I) e ao investidor qualificado, ou seja, dotado de reconhecida capacidade técnica e financeira para avaliar os riscos de aplicações financeiras (ICVM n. 588/2017, art. 4º, II; ICVM n. 539/2013, art. 9º-B). Quanto ao investidor que possua renda bruta anual em valor superior a R\$ 100.000,00 (ICVM n. 588/2017, art. 4º, III), admitiu-se ampliação do investimento em 10% sobre o valor do limite geral ou da renda.

Não foi localizado estudo realizado pela CVM após o ano de 2017, no entanto a pesquisa realizada pela plataforma Bloxs confirmou o perfil de investidores que atuam por seu intermédio como sendo, em geral, do sexo masculino, com idade inferior a 40 anos e portador de diploma de Ensino Superior e de pós-graduação (BLOXS, 2020).

Da mesma forma, foi confirmado por pesquisa feita por uma das plataformas eletrônicas em 24 de julho de 2020: 77% dos entrevistados já investiam por meio da bolsa de valores, 66% dos valores investidos, em 2019, eram provenientes de investidores não-amadores, porém 31% deles detinham renda anual em valor superior a R\$ 100.000,00 e apenas 3% estava sujeito ao limite de R\$ 10.000,00 imposto pela ICVM n. 588/2017 (EQSEED, 2020, p. 1-2).

⁶ Não foi feita análise se poderiam ser enquadrados como “investidor qualificado” ou “investidor profissional”, conforme disposições da ICVM n. 554/2014.

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

Os dados coletados, tanto em fase pré como pós-regulação específica, demonstram que o perfil de investidor no *Crowdfunding* de Investimento não sofreu alteração significativa. Continua marcadamente composto por pessoas do sexo masculino, com idade abaixo de 40 anos, portadores de diploma de Ensino Superior e com renda média superior à maioria da população brasileira.

5 PERSPECTIVA DE AMPLIAÇÃO DO ACESSO AO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO COM BASE NA ANÁLISE DO EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM CVM N. 02/2020

Os dados coletados acerca do alcance do *Crowdfunding* de Investimento e do perfil de seus agentes participantes servem de substrato para se analisar criticamente se o desenvolvimento da atividade tem atendido à finalidade de ampliação do acesso a investimentos, que orientou a edição da ICVM n. 588/2017. O fomento a empreendimentos nascentes e a democratização do mercado de valores mobiliários são valores ainda em construção, devido à recente regulação da atividade. Contudo, passados 3 anos desde a publicação da instrução, é oportuna a discussão para se verificar quão próximo se está dos objetivos regulatórios originalmente traçados.

É certo que a regulação específica do *Crowdfunding* de Investimento criou ambiente favorável para o desenvolvimento da atividade no Brasil. Tal como mapeado pela literatura revisada, como visto no capítulo anterior, o número de plataformas de investimento participativo, de ofertas públicas de valores mobiliários exitosas, de valor total captado e do valor-médio por oferta pública aumentaram precisamente após a publicação da ICVM n. 588/2017. A presença de regras uniformes para garantir a flexibilização de processos de oferta pública de valores mobiliários e também a proteção mínima a investidores parece ter contribuído para o maior alcance do *Crowdfunding* de Investimento como modelo alternativo de captação pública de recursos financeiros da poupança popular.

Por outro lado, o maior alcance em termos quantitativos parece não ter sido acompanhado sob a perspectiva qualitativa, quando se observam os dados coletados a respeito das características dos principais agentes do *Crowdfunding* de Investimento, em que se analisou o perfil das sociedades empresárias titulares de plataformas, das sociedades empresárias emissoras de valores mobiliários por esse modelo e dos investidores, como também as atividades investidas e a região em que estão sendo desenvolvidas.

Os dados apresentados neste artigo trazem algumas indicações importantes sobre a realidade do *Crowdfunding* de Investimento antes e após a publicação da ICVM n. 588/2017 e sobre o eventual êxito, até o presente momento, da estratégia traçada pela CVM para ampliar e facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários.

As sociedades titulares de plataformas de investimento participativo fizeram parte do primeiro grupo analisado. Observou-se que, de uma forma geral, esses agentes compartilham a região em que estão constituídos e a forma de atuação. Há uma visível concentração das plataformas nas regiões Sul e Sudeste. Ainda que se afirme que o ambiente virtual-onipresente relativize o fator concentração, há indícios de que o êxito da atuação desses intermediadores, inclusive corroborando com os resultados do trabalho de Felipe e Ferreira (2020), explica-se, muitas vezes, pela posição ativa e construída com base em relacionamento próximo firmado com os grupos de investidores e a classe empresarial local.

O crescimento sustentável e democrático do *Crowdfunding* de Investimento passa não somente pela fiscalização realizada pelas plataformas eletrônicas sobre a atuação dos investidores e das sociedades empresárias emissoras, mas também pela sua capacidade de trabalhar e atrair empreendimentos de potencial e investidores dispostos a lidar com o risco inerente à atividade a ser desenvolvida naquele negócio em especial. Logo, entende-se relevante a postura ativa das plataformas para atrair participantes com essas características.

Assumindo-se que este importante trabalho de articulação fica reservado às principais cidades do eixo Sul-Sudeste, pode-se inferir que a alavancagem de empreendimentos nascentes por meio do *Crowdfunding* de Investimento passa, hoje, por um contexto de restrição às áreas de maior desenvolvimento socioeconômico do país. Aceitando ser intenção da CVM promover maior pulverização do *Crowdfunding* de Investimento no Brasil, é coerente que a agência reguladora crie incentivos para que sociedades empresárias habilitadas a funcionar como plataforma sejam constituídas nas demais regiões do país.

Uma evidência dessa constatação é o dado, já informado neste trabalho, de que 117 empreendimentos sobre o conjunto de 160 empreendimentos analisados, ou 73%, compartilham da localidade de seu agente intermediário (plataforma).

As sociedades investidas também compartilham de um cenário de maior restrição em termos de atividades econômicas e de localidade, ou seja, presente em regiões de maior desenvolvimento econômico no país e onde as plataformas de investimento participativo estão sediadas, realizando, desse modo, a necessária articulação perante os investidores. Aproximadamente 82% das captações realizadas com sucesso que foram mapeadas convergiram para projetos de viés tecnológico (31%), financeiro (26%) e imobiliário (24%).

Não há como ignorar a preferência e relevância dos referidos campos de atuação mesmo em um contexto mais amplo. As atividades fazem parte de programas e incentivos governamentais, como redução de carga tributária e acesso a financiamento público. Ainda assim, se a intenção da CVM e, de uma forma mais ampla, do Governo

brasileiro for de fomentar outros campos de atuação, pode haver espaço regulatório para intervenção que busque reequilibrar o espectro de atividades-alvo de investimento.

Finalmente, o grupo de investidores analisados segue apresentando as mesmas características no contexto pré e pós-publicação da ICVM n. 588/2017. O perfil daqueles que decidem aportar seus recursos no *Crowdfunding* de Investimento não dialoga com a democratização pretendida pela CVM em sua intervenção sob o domínio econômico. As aplicações financeiras são majoritariamente restritas a pessoas do sexo masculino, com idade inferior a 40 anos, portadores de diploma de Ensino Superior e com renda média elevada. Esta era uma constante nos primórdios do desenvolvimento da atividade no Brasil, entre 2014 e 2016, e manteve-se mesmo após a edição da instrução específica.

Frederico Rizzo, cofundador da plataforma Broota, uma das primeiras a se dedicar ao *Crowdfunding* de Investimento no país, declarou que o perfil do investidor era, em grande parte, de um empreendedor (ABREU, 2015). Ora, não se verificou alteração dessa realidade nos dados coletados, na medida em que classes significativas da sociedade brasileira ainda permanecem à margem do *Crowdfunding* de Investimento e do mercado de valores mobiliários como um todo.

Os dados coletados na elaboração deste artigo parecem sinalizar que é possível incrementar o número e o perfil das plataformas, das sociedades investidas e dos investidores, contribuindo para a ampliação e diversificação do mercado de valores mobiliários, ambas pretendidas pela CVM. Há, na verdade, um contexto de maior alcance da atividade em volume, como visto no capítulo anterior, mas um espectro de limitada diversificação em termos de plataformas, sociedades investidas e investidores.

Naturalmente, reconhece-se que a dificuldade em se atingir um cenário mais amplo de participação passa por questões socioeconômicas de complexidade que não poderiam, tampouco esta seria a intenção, ser discutidas neste artigo. O fato de as sociedades titulares das plataformas de investimento participativo atuarem majoritariamente no eixo Sul-Sudeste não é uma particularidade do *Crowdfunding* de Investimento (BRASIL, 2021, p. 57).

Ainda assim, a análise sobre o panorama da atividade nos últimos 3 anos à luz das finalidades regulatórias, que se admitiu como sendo da ICVM n. 588/2017, pode sinalizar a necessidade de ajustes regulatórios para ampliar o acesso ao mercado de valores mobiliários. Esse é justamente o contexto da divulgação do Edital de Audiência Pública SDM n. 02/2020 pela CVM.

Em 24 de julho de 2020, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM n. 02/2020 propondo promover alterações na ICVM n. 588/2017 para permitir maior participação de investidores e sociedades empresárias nas captações via *Crowdfunding* de investimento (BRASIL, 2020a, p. 2; CUMMING; VANACKER; ZAHRA, 2019; CUMMINGS *et al.*, 2020).

O documento propõe discussão sobre a possibilidade de (i) expandir os limites do valor de recursos que os investidores podem aplicar e os daqueles que as sociedades de pequeno porte podem captar; (ii) expandir os meios permitidos para divulgação da oferta; (iii) ampliar os mecanismos de proteção dos investidores; (iv) aprimorar os mecanismos operacionais da oferta; (v) permitir a intermediação secundária via plataforma; (vi) aperfeiçoar o procedimento de autorização de entrada das titulares de plataformas no mercado.

Com base em manifestações do mercado que apontam a restrição de valores como causa de dificuldades para captações mais atrativas, sobretudo no mercado imobiliário (BRASIL, 2020a, p. 3), a CVM propôs aumentar o valor de captação de R\$ 5.000.000,00 para R\$ 10.000.000,00, de R\$ 10.000.000,00 para R\$ 30.000.000,00, o valor máximo da receita bruta anual das sociedades empresárias de pequeno porte autorizadas a captar via *Crowdfunding* de investimento e o limite anual de investimento individual de R\$ 10.000,00 para R\$ 20.000,00.

No que se refere à divulgação das ofertas, diferente do que atualmente é permitido, a CVM propôs permitir a exposição dos empreendimentos fora do ambiente da plataforma, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que se remeta o potencial investidor à página oficial da oferta pública, de modo a não existir outro ambiente concorrente de informações sobre a oportunidade de investimento ou a intermediação realizada por sujeitos não regulados pela autarquia.

Sob a expectativa de garantir maior segurança ao investidor quanto à titularidade do valor mobiliário adquirido e facilitar a sua aquisição e transferência, a CVM propôs que as sociedades emissoras passem a promover a escrituração de seus valores mobiliários por meio da contratação de escriturador registrado na CVM. Estima-se que a escrituração poderá garantir maior segurança ao investidor quanto à titularidade do valor mobiliário adquirido, assim como facilitar a intermediação da compra e venda desses valores pelas plataformas de investimento participativo (BRASIL, 2020a, p. 5-6).

Propôs também aumentar o valor do capital social mínimo para que as titulares de plataformas pleiteiem a sua entrada no mercado de R\$ 100.000,00 para R\$ 200.000,00 e, caso o somatório de valores captados venha a ser superior a R\$ 15.000.000,00, a exigir contratação obrigatória de profissional especializado em controles internos. Isso seria necessário para melhor compatibilizar o perfil dessas sociedades à estrutura regulatória imposta (BRASIL, 2020a, p. 6).

De acordo com a redação da minuta de norma, o valor alvo poderá ser ampliado em caso de demanda acima do previsto e as captações suplementares podem ser admitidas, desde que limitadas a 20% do total da oferta, assim como há previsão de autorização para que, por meio das plataformas, sejam viabilizados negócios de mercado secundário, desde que garantida a simetria informacional e que a intermediação ocorra entre investidores que tenham participado de ofertas do mesmo emissor. Embora o

desenvolvimento de um mercado secundário do *Crowdfunding* de Investimento seja algo visto com cautela pela CVM, a minuta permitiria que as plataformas pudessem intermediar transações entre investidores que tenham participado de ofertas do mesmo emissor. A justificativa para essa limitação decorre, de acordo com a autarquia, da expectativa de que haveria menor assimetria informacional entre investidores que já teriam participado da oferta pública originária junto à sociedade emissora (BRASIL, 2020a, p. 8-9).

É nítida a motivação da CVM em revisitar a adequação da regulação posta para se incrementar o atingimento dos objetivos inicialmente traçados na ICVM n. 588/2017. A adoção de uma postura mais arrojada e flexível é justificada pelo fato de que, até data da publicação do Edital SDM n. 02/2020, há poucas reclamações por parte dos investidores ou eventos de fraude registrados (BRASIL, 2020a, p. 2).

Como se vê, a norma proposta, caso seja editada nos moldes acima descritos, promete ampliar o valor que pode ser aportado por cada investidor, as estratégias para sua proteção, os meios de divulgação e os mecanismos operacionais da oferta de captação. Reveste-se ainda de mecanismo para aperfeiçoar o procedimento de entrada das plataformas no mercado e permitir intermediação secundária no seguimento do *Crowdfunding* de Investimento.

Contudo, questionando-se sobre se o baixo nível de diversificação quanto a regiões, atividades e investidores teria recebido algum especial tratamento regulatório no Edital SDM n. 02/2020, apurou-se que, em essência, a maior parte das medidas compreendidas na revisão iniciada pela CVM é voltada à flexibilização de limites anteriormente previstos e ao aperfeiçoamento de alguns controles em favor de um possível mercado secundário.

Ao que parece, em uma análise inicial, a novel modificação normativa, se aprovada nos termos analisados, não será capaz de favorecer a entrada de novos perfis no mercado de valores mobiliários, indicando como mais provável que o perfil, então mapeado de investidor sofisticado, se mantenha ao longo dos próximos anos. Da mesma forma, arrisca-se a afirmar que o espectro de maior concentração de investimentos e atuação das plataformas na região Sudeste não será influenciado pelos ajustes regulatórios sugeridos no edital.

A pesquisa demonstrou a existência de um cenário de restrição, em termos dos perfis participantes do *Crowdfunding* de Investimento, e de concentração, no que se refere à distribuição de investimentos e desenvolvimento da atividade. Tal como a literatura revisada, os dados mapeados neste trabalho não deixam margem para dúvidas quanto à importância e ao impacto da regulação específica a partir da publicação da ICVM n. 588/2017 para o crescimento da nova modalidade de investimento. Contudo, se a finalidade regulatória também passar pelo objetivo de promover uma maior democratização daqueles que têm acesso ao mercado de valores mobiliários e de maior

diversificação em termos de regiões e atividades beneficiadas pela nova modalidade de investimento, pode haver espaço para a adoção de medidas regulatórias mais assertivas nesse sentido.

Embora se tenha verificado em Felipe e Ferreira (2020) a importância do *advisor* para o êxito da captação coletiva de recursos, há razoável espaço acadêmico para o desenvolvimento de pesquisas acerca dos incentivos e dos impactos do trabalho de articulação desenvolvido pelas plataformas para a realização de conexões bem-sucedidas entre investidores e emissores. Esses agentes já desempenham um papel relevante na estrutura do *Crowdfunding* de Investimento e, a depender das prioridades destacadas pela CVM, podem ser a pedra de toque para se aproximar de um cenário de maior diversificação e democratização em um mercado de valores mobiliários ainda concentrado.

Finalmente, convém mencionar que, tendo em vista os impactos da pandemia da Covid-19 sobre o mercado, a CVM editou a Resolução CVM n. 4, de 21 de agosto de 2020, com o objetivo de promover alterações temporárias e de caráter experimental na ICVM n. 588/2017. Reconhecendo a vulnerabilidade e a dificuldade de acesso ao crédito por micro, pequenas e médias sociedades empresárias, a autarquia autorizou a utilização de método alternativo de apuração da receita bruta anual para fins de caracterização da sociedade empresária de pequeno porte e, por consequência, de elegibilidade para a realização de ofertas públicas de valores mobiliários via *Crowdfunding* de Investimento. No mesmo sentido, a CVM permitiu a captação de investimento adicional de 20% (vinte por cento) sobre o valor máximo originalmente estipulado, bem como reduziu o valor mínimo para permitir a utilização dos valores parcialmente captados (que não atingiram o valor máximo), de 75% (setenta e cinco) para 50% (cinquenta por cento) do montante total.

Ainda que tenha permanecido válida apenas entre agosto e dezembro de 2020 e editada em contexto pandêmico, pontual e inegavelmente excepcional, a Resolução CVM n. 4/2020 se mostrou alinhada ao mesmo intuito que a CVM demonstrou no Edital de Audiência Pública SDM n. 02/2020, ou seja, revisar controles e ampliar o acesso ao crédito.

6 CONCLUSÃO

A partir de dados quantitativos e qualitativos, a análise realizada neste trabalho reforçou conclusões extraídas de pesquisas encontradas na literatura revisada e confirmou o incremento do mercado de *Crowdfunding* de Investimento após a sua regulação em 2017 pela CVM, como também o seu potencial para financiar empreendimentos. De fato, a regulação específica criou ambiente favorável para o desenvolvimento da atividade no Brasil. Como visto, o número de plataformas de

investimento participativo, de ofertas públicas de valores mobiliários exitosas, de valor total captado, do valor-médio por oferta pública e de investidores teve significativo aumento após a publicação da ICVM n. 588/2017.

Apesar de o trabalho de Hassem (2020) ter apontado a baixa relevância do *Crowdfunding* de Investimento quando comparado com dados de outras modalidades de investimentos de capital de risco, a presença de regras uniformes a permitir a flexibilização de processos de oferta pública e a proteção mínima a investidores parece ter contribuído decisivamente para o maior alcance do *Crowdfunding* de investimento como modelo alternativo de captação pública de recursos financeiros.

Contudo, em relação à hipótese verificada, os dados parecem sinalizar que há um cenário de concentração, eis que os registros analisados oferecem espaço para se inferir que o *Crowdfunding* de Investimento seria, hoje, uma atividade essencialmente concentrada nas regiões Sul e Sudeste⁷. Extrai-se, ainda, que as sociedades titulares de plataformas de investimento coletivo atuam de forma bastante similar, com demonstração de efetividade nos setores financeiro, imobiliário e de tecnologia, em que se apurou a maior variedade de valores captados, número de captações e de volume de recursos financeiros captados.

Ademais, observou-se que o perfil de investidores tende a ser majoritariamente composto por pessoas do sexo masculino, com idade inferior a 40 anos, portadores de diploma de Ensino Superior, com renda média elevada e prévia participação no mercado de valores mobiliários (uma constante nos primórdios do desenvolvimento da atividade no Brasil, entre 2014 e 2016, mantida mesmo após a edição da norma específica).

A constatação permite questionar sobre o quanto a democratização e a ampliação do acesso ao mercado de valores mobiliários brasileiro são valores ainda em construção⁸ e em que medida estão sendo atendidos os objetivos postos pela regulação estatal para criar o *Crowdfunding* de Investimento. Classes significativas da sociedade brasileira, como alguns assalariados, servidores e autônomos, parecem ainda permanecer à margem

⁷ Ainda que se afirme que o ambiente virtual-onipresente relativize o fator concentração, a atuação desses intermediadores é, muitas vezes, ativa e construída a partir do relacionamento próximo com grupos de investidores e a classe empresarial local. Uma evidência dessa constatação é o dado, já informado neste trabalho, de que dos 160 empreendimentos analisados 117 empreendimentos (73%) estão sediados na mesma região de seu agente intermediário (plataforma). Assumindo-se que esse importante trabalho de articulação fica reservado às principais cidades do eixo sul-sudeste, pode-se inferir que a alavancagem de empreendimentos nascentes por meio do *Crowdfunding* de Investimento passa, hoje, por um contexto de restrição às áreas de maior desenvolvimento socioeconômico do país.

⁸ Naturalmente, reconhece-se que a dificuldade em se atingir um cenário mais amplo de participação passa por questões socioeconômicas de complexidade que não poderiam, tampouco esta seria a intenção, ser discutidas neste artigo. O fato de as sociedades titulares das plataformas de investimento participativo atuarem majoritariamente no eixo Sul-Sudeste não é uma particularidade do *Crowdfunding* de Investimento.

desse instituto que, com base nos dados analisados, tem sido usado para financiar apenas 11 setores da economia brasileira.

Da análise do projeto apresentado em 2020 pela CVM para alterar a ICVM n. 588/2017, a flexibilização das suas normas parece ser uma proposta consistente e coerente com os objetivos regulatórios de se permitir maior acesso de investidores e de sociedades tomadoras de recursos financeiros no mercado de *Crowdfunding* de investimento. Ainda assim, não se localizou na proposta regulatória, mecanismos específicos e detalhados que indiquem capacidade para superar a baixa diversificação quanto à região das ofertas de valores mobiliários, ao perfil dos investidores e ao tipo de atividades que contam com investimentos por esse mecanismo.

Tal diagnóstico permite estabelecer nova agenda de pesquisa sobre se, na prática, a mudança proposta pela CVM terá efeitos sobre o baixo nível de diversificação identificado ou, ainda, se o incremento do acesso ao mercado deveria ser solucionado por outro tipo de alteração na regulação do *Crowdfunding* de Investimento que pudesse propor específicos incentivos ou mecanismos de fomento nesse sentido.

NOTA DOS AUTORES

Logo antes da publicação deste trabalho, em 27 de abril de 2022, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Res. CVM n. 88/2022, que revogou a ICVM n. 588, em vigor desde 2017, e trouxe mudanças aplicáveis à dinâmica de captação pública de recursos financeiros viabilizada por meio do *Crowdfunding* de Investimento.

Em essência, as modificações trazidas podem ser sintetizadas nas seguintes medidas: (i) aumento do limite de captação anual por sociedade investida de R\$5 milhões para R\$15 milhões; (ii) ampliação dos limites de receita anual da sociedade investida de R\$10 milhões para R\$40 milhões; (iii) aumento do limite de aporte por investidores de R\$10 mil para R\$20 mil; (iv) redução do prazo para desistência do investimento por parte do investidor de 7 para 5 dias; (v) possibilidade de distribuição de lote adicional, a critério da sociedade empresária de pequeno porte, limitado ao montante de até 25%; (vi) necessidade de contratação, em determinadas circunstâncias, de serviços prestados por auditor independente registrado na CVM, para auditar as demonstrações financeiras das sociedades de pequeno porte investidas; (vii) aumento do limite mínimo de capital social integralizado exigido para as titulares das plataformas de R\$100 mil para R\$200 mil; (viii) flexibilização das formas de divulgação da oferta pública de modo a permitir a realização de campanhas promocionais por quaisquer veículos de comunicação e mídias sociais; (ix) possibilidade de as titulares de plataformas atuarem na intermediação de negociações secundárias de valores mobiliários, pública e previamente emitidos via *Crowdfunding* de Investimento, observadas determinadas

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

condições regulatórias, no que foram denominadas pela Resolução n. 88/2022 como "transações subsequentes".

Como se pode ver, as medidas aumentam os limites de captação, ampliam os parâmetros de qualificação das sociedades investidas e permitem negociações de natureza secundária ("transações subsequentes"), de forma a tentar conferir liquidez aos títulos originalmente emitidos. Como também, tentam oferecer maior proteção aos investidores ao ampliar o limite mínimo de capital social exigido das titulares de plataformas. A Res. CVM n. 88/2022, seguiu a mesma lógica adotada pela CVM em revisões anteriores sobre a matéria: ampliou limites previamente estabelecidos e calibrou a proteção idealmente conferida aos investidores, num mercado em que o risco é inerente.

Há fortes indícios de que as medidas possam de fato contribuir para o incremento da curva de crescimento observada desde a edição da ICVM n. 588/2017, mapeada na pesquisa desenvolvida para produzir este trabalho. Contudo, entende-se que, tal como se concluiu ao se analisar a chamada pública que originou a edição da nova resolução, as novas medidas trazidas parecem não ser destinadas a promover a mudança qualitativa do perfil dos agentes participantes do *Crowdfunding* de Investimento ou a democratizar o seu acesso em outras localidades do país, para além da identificada concentração nas regiões sul e sudeste. Na realidade, não foram observadas modificações que pudessem diversificar ou ampliar o acesso ao mercado de títulos e valores mobiliários em nível qualitativo, mas apenas quantitativo.

Desse modo, as provocações e reflexões trazidas pelos autores, permanecem válidas e atuais, podendo-se admitir que tende a se manter similar a projeção para o próximo triênio, isto é, o cenário de concentração qualitativa observada no *Crowdfunding* de Investimento. Tal como a ICVM n. 588/2017, a Res. CVM n. 88/2022 oferece mecanismos que podem aumentar o volume de aportes por meio do *Crowdfunding* de Investimento, mas não necessariamente impulsionará o atendimento aos objetivos regulatórios de ampliação de acesso e diversificação do perfil dos participantes do mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

ABREU, Isabella. **Dinheirama entrevista**: Frederico Rizzo, CEO do Broota. 2015. Disponível em: <https://dinheirama.com/dinheirama-entrevista-frederico-rizzo-broota/#:~:text=Assim%2C%20em%20junho%20de%202014,e%20assim%20começo%20nossa%20jornada>. Acesso em: 16 set. 2020.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL - ABDI. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. Coordenado

por Cássio Marx Rabello da Costa. 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/reunioescndi/curso.pdf>. Acesso em: 20 set. 2020.

ARMOUR, John; ENRIQUES, Luca. **The promise and perils of crowdfunding: between corporate finance and customer contracts**. 2017. *ECGI - Law Working Paper* no. 58/2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3035247. Acesso em: 10 out. 2020.

ARRUDA, Marcelo de. **O atual estágio do equity crowdfunding no Brasil: plataformas, startups e retorno sobre o investimento**. CFA Society Brazil, Concurso de Monografias em Finanças, 2019. Disponível em: https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2020/08/PIF_mencao_honrosa_2_2019.pdf. Acesso em: 16 set. 2020.

BLOXS (BTR Serviços de Plat. Elet. e Consultoria Emp. Ltda). **Como captar R\$ 5 milhões em até 30 dias para o seu negócio**. Disponível em: <https://bloxs.com.br/static/files/ebook-como-captar-5-milhoes-em-ate-30-dias.pdf>. Acesso em 15 nov. 2020.

BRASIL. Banco Central do Brasil (BACEN). **Boletim Regional**, v. 15, n. 1, p. 1-88, fev. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/Boletimregional/202102/br202102p.pdf>. Acesso em: 2 nov. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding)**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding.html#:~:text=Crwodfunding%20de%20investimento%20%C3%A9%20capta%C3%A7%C3%A3o,meio%20de%20plataforma%20eletr%C3%B4nica%20de. Acesso em: 7 out. 2020a.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução n. 400/2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n. 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n. 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid.pdf>. Acesso em: 22 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução n. 480/2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 22 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Pesquisa sobre Crowdfunding**. 2015. Disponível em: <http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp->

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

content/uploads/2016/01/Relat%C3%B3rio-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf. Acesso em: 13 set. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016. Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (*investment-based crowdfunding*). **Diário Oficial da União**, Brasília, 4 out. 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf. Acesso em: 15 out. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 588, de 13 de julho de 2017. 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, e altera dispositivos da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM n. 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM n. 541, de 20 de dezembro de 2013. **Diário Oficial da União**, Brasília, 14 jul. 2017a. Disponível em: www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf. Acesso em: 14 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Aplicando “insights” comportamentais em políticas públicas: o caso do crowdfunding de investimento**. 5ª Conferência de Ciências Comportamentais e Educação do Investidor. 2017b. Disponível em: http://pensologoinvesto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2018/01/11_07-12-2017_Aplicando-“Insights”-Comportamentais-em-Pol%C3%ADticas-P%C3%ABlicas_O-Caso-do-Crowdfunding-de-Investimento_Frederico-Shu.pdf. Acesso em: 15 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Crowdfunding de Investimento. Cadernos CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019c. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-12.pdf>. Acesso em: 17 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Crowdfunding de investimento: evolução do Mercado**. 2019b. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200326_crowdfunding_crowdfunding_evolucao_do_mercado.pdf. Acesso em: 16 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Edital de Audiência Pública SDM n. 02/2020. Revisão da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, 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. **Diário Oficial da União**, Brasília, 26 mar. 2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html. Acesso em: 15 out. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução n. 4/2020. Promove alterações temporárias, em caráter experimental, em requisitos regulatórios estabelecidos pela Instrução CVM n° 588, de 13 de julho de 2017. **Diário Oficial da União**, Brasília, 20 ago. 2020. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol004.pdf>. Acesso em: 19 out. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Fundação Getúlio Vargas (FGV). Cartilha do crowdfunding de investimento à luz da instrução CVM n. 588/2017. **Cadernos FGV Direito Rio/Série Clínicas, Educação e Direito**, v. 10, 2019a. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/29416>. Acesso em: 15 set. 2020.

BRASIL. Ministério da Economia. **Fintechs e Sandbox no Brasil**. Brasília, jun. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2019/publicacao-spe-fintech.pdf/view>. Acesso em: 23 set. 2020.

BRASIL. Presidência da República. Lei Complementar n. 116, de 31 de julho de 2003. Dispõe sobre o Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza, de competência dos Municípios e do Distrito Federal, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 1º ago. 2003. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp116.htm. Acesso em: 13 out. 2020.

BRASIL. Presidência da República. Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis n° 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho - CLT, aprovada pelo Decreto-Lei n° 5.452, de 1º de maio de 1943, da Lei n° 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar n° 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis n° 9.317, de 5 de dezembro de 1996, e 9.841, de 5 de outubro de 1999. Alterada pela Lei Complementar n. 155/2016. **Diário Oficial da União**, Brasília, 15 dez. 2006. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm. Acesso em: 14 out. 2020.

CORRÊA, Marina Mendes. **Público alvo das ofertas públicas de títulos de dívida conversíveis em participação societária ofertados por meio de plataformas de equity crowdfunding**. 2016. 50f. Monografia (Graduação) - Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2016.

CUMMING, Douglas J.; VANACKER, Tom; ZAHRA, Shaker A. Equity Crowdfunding and governance: toward an integrative model and research agenda. **Academy of**

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

Management Perspectives, Forthcoming, 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3317678. Acesso em: 1 out. 2020.

CUMMINGS, Michael E. *et al.* An equity crowdfunding research agenda: evidence from stakeholder participation in the rulemaking process. **Small Business Economics**, v. 54, p. 907-932, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11187-018-00134-5>. Acesso em: 7 out. 2020.

DIN4MO. **Investidores de equity crowdfunding**. 2016. Disponível em: <https://infogram.com/quem-investe-em-equity-crowdfunding-1gk92ed19y37p16>. Acesso em: 15 set. 2020.

EQSEED. **Manifestação sobre Audiência pública SDM n. 02/2020**. 2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html. Acesso em: 16 nov. 2020.

FELIPE, Israel José dos Santos; FERREIRA, Bruno César Franca. Determinantes do sucesso de campanhas de equity crowdfunding. **Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 31, n. 84, p. 560-573, set./dez. 2020. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/nKCqyCZXMNbQPzMxCwfw3q/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 28 out. 2020.

FERREIRA, Carlos Henrique de Araújo. **Aspectos práticos e jurídicos relevantes do crowdfunding de investimento**. 2018. 99f. Monografia (Graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2018.

FONSECA, Marcus Vinicius Pimentel da. **As plataformas e os sindicatos no investment-based crowdfunding: regulação, riscos e mitigações**. 2018. 60 f. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018.

FONSECA, Adriana. **Crowdfunding cresce no Brasil: conheça esta modalidade de investimento**. Whow. 14 fev. 2020. Disponível em: <https://www.whow.com.br/eficiencia/crowdfunding-cresce-brasil-modalidade-investimento/>. Acesso em: 28 out. 2021.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreadas na Bovespa**. Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2013. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/2C/52/DD/6B/B12E7510E7FCF875262C16A8/tese-ebook_sabrinagioielli_1_.pdf. Acesso em: 15 set. 2020.

GOUVEIA, Marcus Freitas. Crowdfunding e peer-to-peer lending: uma análise dos regulamentos das finanças alternativas no Brasil. **Revista da Procuradoria Geral do**

Banco Central, v. 15, n. 1, jun. 2021. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/view/34/137>. Acesso em: 28 out. 2021.

HASSEM, Alina. **Crowdfunding de investimento para viabilização de novos negócios**. 2020. 101 f. Dissertação. Universidade Federal de São Carlos, São Carlos 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Painel de indicadores** (renda média mensal), 2020. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/indicadores>. Acesso em: 5 mar. 2021.

INSTITUTO MINEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS - IMMC. **Guia de private equity e venture capital**. 2015. Disponível em: <http://www.idmc.org.br/wp-content/uploads/sites/72/2018/06/Guia-Private-Equity-e-Venture-Capital-IMMC.pdf>. Acesso em: 21 set. 2020.

LIMA, Afonso; ARAUJO, Francisco Fabiano Mapurunga. Technology environment and crowdfunding platforms in Brazil. **Revista de Gestão**, v. 26, n. 4, p. 325-368, 2019. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/publication/issn/2177-8736>. Acesso em: 20 set. 2020.

LUPI, André Lipp Pinto Basto; KNOERR, Viviane Côelho de Séllos; OLIVEIRA, Juliano Siqueira de. Anotações acerca do sistema financeiro brasileiro: mercado de capitais e a regulamentação do invested-based crowdfunding no Brasil. **Brazilian Business Law Journal**, v. 3, n. 17, 2019. Disponível em: <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/admrevista/article/view/4043>. Acesso em: 18 set. 2020.

MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 1, p. 1-16, 2014. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/259133171_The_Dynamics_of_Crowdfundi ng_An_Exploratory_Study. Acesso em: 28 out. 2021.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. **A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela Internet mediante emissão de valor mobiliário**. 2017. 190 f. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, 2017.

SALAMA, Bruno. **Estruturas jurídicas de investimento em startups: private equity e venture capital**. 2018. 51f. Monografia (Graduação) - Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2018.

SCHWIENBACHER, Armin. Equity crowdfunding: anything to celebrate? **Venture Capital**, v. 21, Mar. 2019. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13691066.2018.1559010>. Acesso em: 17 set. 2020.

O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira

SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. **Handbook of Entrepreneurial Finance**, Oxford University Press, Forthcoming. Oct., 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183. Acesso em: 12 Oct. 2020.

SILVA, Alexandre Pacheco. **Venture capital à brasileira**: adaptações e limitações ao financiamento de startups. 2019. 331f. Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, 2019.

SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity crowdfunding no Brasil: características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD-USP, 20., 2017, São Paulo. **Anais** [...]. São Paulo: SemeAd-USP, 2017. Disponível em: <http://login.semead.com.br/20semead/anais/arquivos/2237.pdf>. Acesso em: 24 set. 2020.

SMU INVESTIMENTOS. **CVM apresenta perfil do investidor de equity crowdfunding**. 2016. Disponível em: <https://medium.com/@smuinvestimentos/cvm-apresenta-perfil-do-investidor-de-equity-crowdfunding-ae4e2ea5bce5>. Acesso em: 18 set. 2020.

VIEIRA, Anderson Martins. **O equity crowdfunding no Brasil**: um estudo sobre as percepções iniciais de potenciais investidores. 2017. 99f. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2017.

NOTA

A Profa. Dra. Rúbia Carneiro Neves foi responsável por analisar criticamente o desenvolvimento do Crowdfunding de Investimento sob o prisma dos objetivos regulatórios previstos na ICVM n. 588/2017. A partir dos dados compilados e sistematizados sobre a evolução do Crowdfunding de Investimento, inferiu possíveis tendências e conclusões quanto à ampliação do acesso do mercado de investimentos, passados 3 anos desde a regulação da atividade pela CVM. O trabalho também contou com detalhada revisão bibliográfica sobre o Crowdfunding de Investimento liderada pela Profa. Neves.

Na pesquisa proposta, o Msc. Rodrigo Rocha Feres Ragil conduziu a coleta e a sistematização de dados primários e secundários sobre o desenvolvimento do Crowdfunding de Investimento no Brasil entre 2014 e 2020. Coletou-se dados relativos ao número de ofertas lançadas e fechadas com sucesso, do volume alvo de captação de recursos e o efetivamente captado, de investidores em geral, do volume médio de

investidores por oferta, do valor médio por eles aportado, do perfil das titulares das plataformas de investimento registradas e dos investidores participantes da atividade. Ragil também contribuiu com a análise sobre as regulações mais recentes (pós ICVM n. 588/2017) relativas ao tema, em particular o Edital de Audiência Pública SDM CVM n. 02/2020.

Como citar este documento:

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres; NEVES, Rubia Carneiro Neves. O *crowdfunding* de investimento em números no Brasil e a perspectiva de ampliação de seu acesso à população brasileira. **Revista Opinião Jurídica**, Fortaleza, v. 20, n. 35, p. 21-60, set./dez. 2022.