

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO**

RODRIGO ROCHA FERES RAGIL

**A REGULAÇÃO DAS FORMAS DE
CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS PELA INTERNET
MEDIANTE EMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIO**

BELO HORIZONTE

2017

RODRIGO ROCHA FERES RAGIL

**A REGULAÇÃO DAS FORMAS DE
CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS PELA INTERNET
MEDIANTE EMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito.

Linha de pesquisa: Poder, Cidadania e Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito.

Projeto estruturante: Desenvolvimento e Mercado no Contexto da Sociedade Globalizada.

Projeto Coletivo: Desenvolvimento e Empresa no Mercado.

Área de estudo: Empresa no Mercado.

Orientador: Prof^a Dr^a Rúbia Carneiro Neves

BELO HORIZONTE

2017

R142r Ragil, Rodrigo Rocha Feres
A regulação das formas de captação coletiva de recursos
pela internet mediante emissão de valor mobiliário / Rodrigo Rocha
Feres Ragil – 2017.

Orientadora: Rúbia Carneiro Neves.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas
Gerais, Faculdade de Direito.

1. Direito empresarial – Teses 2. Investimentos – Teses
3. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) (CVM)
4. Internet – Teses I.Título

CDU₍₁₉₇₆₎ 347.7:338.93

Ficha catalográfica elaborada pelo bibliotecário Junio Martins Lourenço CRB 6/3167

Universidade Federal de Minas Gerais

Faculdade de Direito

Dissertação intitulada *A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário*, de autoria do mestrando Rodrigo Rocha Feres Ragil, avaliada pela banca examinadora constituída pelos professores:

Professora Doutora Rúbia Carneiro Neves – Orientadora

Belo Horizonte, ___/___/2017.

À Luiza

À Edna, ao Luiz e à Ana Luiza

À Tânia, ao Eduardo, à Paula, à Tula e à Juracy

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, antes e sempre, por iluminar cada passo.

À Luiza, minha maior certeza e motivação, pelo apoio incondicional e pelo acolhimento nos momentos mais difíceis. Nada seria possível sem a sua compreensão, companheirismo e amor.

A meus pais, Edna e Luiz, por tudo. A vocês devo tudo o que tenho e sou. As minhas conquistas serão, sempre, oportunidades de expressar-lhes a minha eterna gratidão. À minha irmã, Ana Luiza, por toda a torcida e oração. À Tia Tânia, Tio Dudu, Paula e Tia Tula por estarem sempre ao meu lado, mostrando-me que a família será sempre a essência de tudo.

À minha orientadora, Profa. Rúbia Carneiro Neves, por ir além. Expresso-lhe os mais profundos agradecimentos por ter despertado em mim um pesquisador que eu sequer imaginava existir. Agradeço-lhe por confiar na minha capacidade e, acima de tudo, por me ensinar e inspirar o magistério.

Ao Prof. Davi Monteiro Diniz, por compartilhar, de maneira generosa, seu conhecimento e capacidade de reflexão crítica. A pesquisa não seria a mesma sem a sua participação e incentivo.

Ao Prof. Leonardo Netto Parentoni, por ser exemplo de docente e pelos valiosos ensinamentos transmitidos ao longo do curso. Ao Prof. Marcelo Andrade Féres, pelas contribuições no desenvolvimento da pesquisa.

À UFMG e aos servidores, por me oportunizarem, uma vez mais, o aprendizado e o crescimento.

Ao amigo Prof. Leonardo Nemer Caldeira Brant, pelas oportunidades e pelo aprendizado que sempre levarei comigo. À amiga Profa. Maria Celeste Moraes Guimarães, por tanto me ensinar nos últimos anos e pelo encorajamento à vida acadêmica. Ao amigo Prof. Délber Andrade Gribel Lage, por ser amigo de todas as horas e por ser exemplo de profissional. Às amigas Júlia Soares Amaral e Deborah Avelar Freitas, pela convivência e pelos sonhos que juntos compartilhamos.

Finalmente, aos meus amigos, pelos momentos de descontração e pela fraterna torcida sem a qual não teria condições de prosseguir.

RESUMO

Neste trabalho, analisa-se em que termos as práticas de captação coletiva de recursos por meio da internet sujeitam-se à regulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Investiga-se, sob viés regulatório, as razões pelas quais o Estado brasileiro considerou necessário e conveniente intervir em práticas que representam, em última análise, relevante instrumento para que sociedades empresárias de menor porte possam ter acesso a crédito e para que as pessoas em geral possam investir seus recursos excedentes em busca de remuneração. Têm-se observado situações em que pessoas comuns, com simples acesso à internet, são habilitadas a destinar parte de seus recursos financeiros a sociedades empresárias que, em contrapartida ao investimento, prometem formalizar o ingresso do investidor na condição de sócio ou credor. É natural que a dinâmica desperte o interesse e a preocupação da CVM, eis que investidores passam a dispor de novo canal para aplicar recursos próprios em empreendimentos geridos por terceiros sem grande controle ou fiscalização por parte do Estado. O apelo à circulação da poupança popular é notório, sendo esperado que a atividade atraia a atenção do órgão regulador. Essa preocupação foi formal e progressivamente assumida pelo órgão regulador desde 2016. No referido ano, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016, documento referência para a elaboração da Instrução Normativa n. 588/2017, que cristalizou a posição da autarquia em relação às práticas de captação coletiva de recursos por meio da internet que possam envolver a emissão de valores mobiliários. A partir de então, o tema passou a ser especificamente regulado no ordenamento jurídico. Para a melhor compreensão da forma como o Estado pretendeu intervir sobre a matéria, neste estudo retratou-se o cenário “pré-regulatório” das captações coletivas de recursos por meio da internet realizadas até 2017. Buscou-se demonstrar, cientificamente, que os contratos estabelecidos entre sociedades empresárias e investidores por intermédio de sítios eletrônicos (denominados “plataformas”) poderiam ser qualificados ou admitidos como causa subjacente da emissão de valor mobiliário, nos termos do art. 2º da Lei n. 6.385/1976. Esse foi, por certo, o exercício de subsunção feito pelo legislador para decidir intervir formalmente sobre o segmento. A descrição analítica desse cenário passou pela compreensão de como funcionam e operam as plataformas disponíveis ao investimento no Brasil. Mostrou-se tratar de etapa fundamental para a qualificação dos negócios jurídicos que eram utilizados antes da edição da IN CVM n. 588/2017 para a prática de captação coletiva de recursos por meio da internet. O exercício de subsunção dos negócios jurídicos abstraídos das práticas de captação coletiva pela internet ao regime de regulação da CVM pressupôs, ainda, a análise dos critérios delineadores da competência da autarquia. A compreensão dessa “trajetória regulatória” robusteceu a análise sobre a atividade regulada (*crowdfunding* de investimento) pela IN CVM n. 588/2017, cujas principais disposições foram objeto de síntese descritiva e analítica. Com o estudo almejou-se inaugurar algumas reflexões sobre a atividade e o segmento recentemente regulados pelo Estado brasileiro. Para complementar esta análise, foi apresentada notícia de estudo estrangeiro, tendo-se como referência a regulação da atividade nos Estados Unidos da América e em Taiwan. A disparidade da forma como o Estado entende e intervém sobre a prática de captação coletiva de recursos em cada um desses ordenamentos contribuiu para a análise das perspectivas de regulação trazidas à luz do ordenamento jurídico brasileiro.

Palavras-chave: *Crowdfunding* de investimento. Regulação. Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

ABSTRACT

The present study offers an analysis of the terms the uses of public fundraising through Internet would be subject to the regulation of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM). It is investigated, under a regulatory bias, the reasons why the State found it necessary and desirable to engage in practices that represent, ultimately, a relevant tool for smaller companies to get access to credit and for people in general intended to invest their surplus funds in exchange of remuneration. It has been observed situations where ordinary people, with simple Internet access, are enabled to devote part of its financial resources to joint entrepreneurs who, in contrast to the investment, promise to formalize the investor entrance as a partner or a creditor. It is natural that the dynamic awakes the interest and the concern of the CVM, once investors start accessing a new channel to apply their own resources in projects managed by third parties without much control or oversight by the State. The appeal of dealing with popular savings is notorious, being expected that the activity attracts the attention of the regulatory agency. This concern was formally and progressively assumed by the CVM from 2016. In that year, the regulatory agency published the notice of public hearing SDM no. 06/2016, a reference document for the elaboration of the normative instruction no. 588/2017, which crystallized CVM formal position regarding public fundraising through Internet based on securities issuance. From then on, the subject became specifically regulated in the Brazilian legal system. For a better understanding of the terms by which the State intended to intervene on this matter, the study depicted the pre-regulatory scenario of public fundraising through Internet held until 2017. It was intended to scientifically demonstrate that the agreements between companies and investors through funding portals could be qualified or admitted as underlying cause of securities issuance pursuant to art. 2 of law no 6.385/1976. This seemed to be the subsumption exercise used by the legislator to decide to formally intervene on the sector. The analytical description of this scenario was based on the understanding of how available platforms for investment in Brazil work and operate. It represented a fundamental stage for the qualification of the legal transactions that were used before IN CVM n. 588/2017 issuance for the practice of public fundraising through Internet. The subsumption exercise between the legal transactions and the CVM regulation required an analysis over the agency competence regime. The understanding of this "regulatory path" enriched the analysis over the activity ("*Investment Crowdfunding*") regulated by IN CVM 588/2017, whose main provisions were subject of a descriptive and an analytical synthesis. The study aimed to inaugurate some reflections on an activity and a sector recently regulated by the Brazilian State. In order to complement this analysis, it was finally presented a piece of compared law, grounded on the differences between the regulation in the United States of America and in Taiwan. The disparity in the way the State understands and intervenes on the practice of public fundraising in each of these systems contributed to a perspective analysis of the proposed regulation in Brazil.

Keywords: *Investment crowdfunding*. Regulation. Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1 DA CAPTAÇÃO COLETIVA AO CROWDFUNDING	20
1.1 Antecedentes históricos e desenvolvimento atual	20
1.1.1 Formas de captação coletiva de recursos utilizadas ao longo da História.....	24
1.1.2 O advento da internet e a nova dinâmica de captação coletiva proposta pelo <i>crowdfunding</i>	33
1.2 Do <i>Crowdfunding</i>	40
1.2.1 Conceito e enquadramento jurídico: o <i>crowdfunding</i> como atividade.....	40
1.2.2 Espécies e recorte metodológico da pesquisa.....	48
1.2.3 Das formas de captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário: estudo sobre as plataformas Broota, Eqseed e Startmeup.....	50
1.2.4 Os negócios jurídicos celebrados por meio das plataformas estudadas.....	67
2 A REGULAÇÃO DA CVM SOBRE A ATIVIDADE EMPRESARIAL	74
2.1 A regulação estatal	74
2.2 A regulação sob a responsabilidade da CVM: entre a necessidade e a conveniência de se regular	81
2.2.1 Competência e fundamentos regulatórios.....	86
2.2.2 Critérios legais para a incidência regulatória da CVM.....	89
2.2.2.1 Do critério pessoal: o Sistema de Distribuição.....	90
2.2.2.2 Do critério material: emissão, negociação, intermediação e distribuição de valor mobiliário.....	92
2.2.2.3 Do critério formal: a oferta pública.....	100
3 ANÁLISE SOBRE A REGULAÇÃO DAS PRÁTICAS DE CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS MEDIANTE A EMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	104
3.1 A captação coletiva de recursos mediante a emissão de valor mobiliário antes da IN CVM n. 588/2017	105

3.1.1 Do funcionamento a partir das dispensas previstas na IN CVM n. 400/2003 e na IN CVM n. 480/2008.....	106
3.1.2 Da sujeição das formas de captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário à regulação da CVM.....	107
3.1.2.1 Análise quanto ao enquadramento jurídico do contrato preliminar de formação ou aumento de capital social como contrato de investimento coletivo, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976.....	108
3.1.2.2 Análise quanto ao enquadramento jurídico do contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária como nota comercial, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976.....	121
3.1.3 A minuta de instrução do Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016.....	129
3.2 A captação coletiva de recursos mediante a emissão de valor mobiliário após a IN CVM n. 588/2017.....	135
3.2.1 Síntese Descritiva.....	137
3.2.1.1 A regulação sobre a atividade (<i>material</i>): oferta pública de distribuição de valores mobiliários com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.....	137
3.2.1.2 A regulação sobre os sujeitos (<i>pessoal</i>): titular de plataforma eletrônica de investimento participativo, sociedade de pequeno porte, investidor e sindicato de investidor.....	141
3.2.1.3 A regulação sobre a forma (<i>formal</i>): plataforma eletrônica de investimento participativo.....	151
3.2.2 Síntese analítica.....	153
3.2.2.1 A proposta de regulação contida na IN CVM n. 588/2017.....	154
4 NOTÍCIA DE ESTUDO ESTRANGEIRO: A REGULAÇÃO DA CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS MEDIANTE A EMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E EM TAIWAN.....	157
4.1 O tratamento da atividade a partir do JOBS Act (<i>Jumpstart Our Business Startups Act</i>).....	158
4.2 O tratamento da atividade a partir do GISA Regulation (<i>Go Incubation Board for Startup and Acceleration</i>).....	165

4.3 Estudo em perspectiva: o <i>Crowdfunding de Investimento</i> e a notícia de estudo estrangeiro.....	169
CONCLUSÃO.....	173
REFERÊNCIAS.....	177

Introdução

As interações sociais demandam respostas do ordenamento jurídico. Direitos e deveres foram – e continuam a ser – convencionados e estabelecidos para fins de harmonização e coexistência social. Em geral, a ciência jurídica dispõe de caráter responsivo em face das demandas apresentadas pela sociedade, intervindo quando necessário, quando conveniente. Por vezes, o discurso jurídico é ágil para tratar dos interesses sociais que lhe são contrapostos; em outras oportunidades, tarda a oferecer soluções e alternativas que os preservem.

O descompasso temporal entre o fato social e a resposta jurídica é particularmente notório na atualidade. Dentre outras razões que podem explicar esse descompasso, uma delas pode ser atribuída ao advento tecnológico. A crescente utilização de ferramentas e instrumentos tecnológicos vem potencializando novas formas de relacionamento e articulação social. Declarações de vontade são emitidas instantaneamente, interações são estabelecidas em escala global, de forma que tempo e lugar são variáveis cada vez mais relativizadas.

É natural, nesse sentido, que o desenvolvimento tecnológico potencialize o surgimento de novas formas de relacionamento social e torne evidente a necessidade de revisão de estruturas tradicionalmente convencionadas em sociedade. Esse contexto de mudança é, por natureza, caro ao Direito, mas se torna ainda mais sensível à medida que as transformações sociais são catalisadas pela tecnologia (RAÓ, 2004, p. 207).

Esta dissertação foi produzida com base em proposta de pesquisa que abrange uma dessas estruturas tradicionais cuja transformação foi potencializada pelo advento tecnológico. Trata-se da captação coletiva de recursos. Embora se tenha em vista uma forma de articulação social tradicional, utilizada e empreendida pelo homem há bastante tempo, a utilização da internet para desenvolvê-la agregou novos elementos e características, ensejando a veiculação de termo específico para designá-la: *crowdfunding*.

É prática corrente, nos dias atuais, a utilização da internet para buscar recursos financeiros necessários ao desenvolvimento de iniciativas e empreendimentos. Com o advento tecnológico, o acesso e a interação entre aqueles que carecem de recursos para empreender e aqueles que podem contribuir com recursos excedentes

foram simplificados e submetidos a custo transacional reduzido. Nesse sentido, o que se convencionou denominar *crowdfunding* vem se mostrando, quando comparado a estruturas mais tradicionais de captação de recursos, como os bancos e as bolsas de valores, uma alternativa mais simples e menos custosa.

A adesão social à nova alternativa de captação de recursos é notória, sobretudo quando se tem em vista o número de sítios eletrônicos destinados à atividade, o volume de investimentos e contribuições realizados e o número de pessoas e sociedades empresárias que recorrem a essa nova estrutura para o desenvolvimento de suas iniciativas¹. O crescimento e a relevância observados justificam não somente o interesse social, mas a reflexão do jurista.

Trata-se de atividade de evidente sensibilidade social, uma vez que envolve a aplicação de recursos excedentes da população civil – em geral desacostumada a promover aportes financeiros (BRADFORD, 2011, p. 4). Ressalte-se que, ao viabilizar o contato e a interação entre quaisquer pessoas que têm acesso à “rede”, a captação de recursos por meio da internet possibilita que a população civil aplique, de forma ampla e desburocratizada, seus recursos excedentes e possam receber retorno financeiro em contrapartida.

O apelo e a mobilização social são acompanhados de indagações jurídicas. O ordenamento jurídico deve ser capaz de atender, de forma satisfatória, aos interesses sociais envolvidos, sob pena de se sujeitar ao natural movimento de revisão e proposição normativa. No caso das captações coletivas de recursos, os questionamentos jurídicos são diversos. A prática da atividade por meio da internet pode ser motivada pelos mais diversos fundamentos e se pautar pela celebração de negócios jurídicos distintos entre si. Salutar e necessária, assim, a delimitação do escopo de abrangência da proposta de estudo.

Nesta pesquisa, restringe-se a investigar as formas de captação coletiva de recursos promovidas pela internet e cujos negócios jurídicos possam ser qualificados como valor mobiliário, nos termos do art. 2º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976). Significa dizer que as práticas de *captação coletiva de recursos* instrumentalizadas pela celebração de outros negócios jurídicos (como doação, contratos de compra e venda, e

¹ O *crowdfunding* apresenta profundos impactos econômicos. Se em 2013 os negócios jurídicos realizados em plataformas de *crowdfunding* movimentaram cerca de US\$ 6 bilhões no globo, a expectativa é de que, até 2025, sejam movimentados aproximadamente US\$ 90 bilhões, sendo o que Brasil responderia por 10% desse montante – isto é, US\$ 9 bilhões (CORRÊA, 2015).

contratos de mútuo) não são objeto de análise.

O recorte proposto é decorrente do problema que alicerça a pesquisa. De forma sumária, objetiva-se analisar, neste trabalho, em que termos e sob quais fundamentos a prática de captar coletivamente recursos pela internet, mediante a emissão de valor mobiliário, era sujeita à regulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), antes da publicação da IN CVM n. 588/2017 (BRASIL, 2017), e em que termos passou a estar sujeita após a regulação específica da matéria.

Pode-se dizer que, em termos substanciais, a dissertação se baseia na discussão regulatória acerca dessas práticas de captação de recursos promovidas pela internet e é estruturada com base na dicotomia existente entre o contexto “pré e pós-regulatório” à IN CVM n. 588/2017.

A contraposição entre esses dois cenários regulatórios (anterior e conseguinte) não serve apenas para a organização do discurso. Em verdade, a compreensão do contexto “pré-regulatório” contribui para a análise sobre as razões que motivaram o órgão regulador a intervir no segmento, assim como para identificar as finalidades e interesses a serem preservados a partir da publicação da IN CVM n. 588/2017. Para se entender como o “*crowdfunding* de investimento”, atividade regulada pela nova instrução normativa, é concebido no ordenamento jurídico brasileiro, imprescindível o estudo sobre as estruturas jurídicas até então utilizadas no mercado e a posição do legislador que motivou a delimitação de regime único e centralizado para coordenar as captações coletivas de recurso mediante emissão de valor mobiliário pela internet.

São, portanto, etapas consecutivas e lineares de um discurso acerca da regulação da atividade pela CVM.

A consistência jurídico-teórica da proposta de estudo pode ser sustentada por algumas constatações preliminares – que culminaram na publicação da IN CVM n. 588/2017. Com efeito, as articulações sociais feitas no “ambiente virtual” demonstram a possibilidade de que sociedades empresárias promovam a constituição ou o aumento de seu capital social junto a investidores por meio de sítio eletrônico (denominados, no decorrer do trabalho, como “plataformas”). Por outro lado, permite que investidores tenham a possibilidade de se tornarem sócios ou credores da sociedade empresária investida. A relação estabelecida entre empresário e investidor é intermediada, de forma mais ou menos intensa, pelas pessoas jurídicas empresárias titulares das plataformas.

Para atrair investidores, o retorno financeiro, materializado na aquisição de

títulos representativos de dívida ou de propriedade da sociedade investida (ações ou quotas), é amplamente divulgado por meio da internet (sítio eletrônico da plataforma e redes sociais). Uma vez concordes com a realização do investimento, a relação estabelecida, direta ou indiretamente, entre sociedade empresária e investidor é formalizada por instrumento contratual.

É dizer, nesses termos, que o crédito correspondente a título de dívida ou de participação sobre sociedade empresária é publicamente ofertado por meio da internet a investidores que, mediante aporte financeiro, podem vir a se tornar credores ou sócios da sociedade investida.

A circulação de crédito é, em geral, regulada no ordenamento jurídico brasileiro. A depender da forma e dos meios pelos quais é transferido, o regime jurídico aplicável à circulação do crédito pode variar substancialmente. Ainda que se parta de uma mesma relação jurídica subjacente (como o contrato celebrado entre investidor e sociedade empresária investida por meio da plataforma), é possível que o título que formaliza o crédito possa se submeter ao regime contratual, cambial ou mobiliário a depender da forma como é transferido no mercado.

No caso da circulação de crédito instrumentalizada por meio das plataformas, identificou-se que os elementos característicos dos contratos celebrados e a forma como a captação era realizada poderiam ensejar a qualificação desses instrumentos como valor mobiliário, nos termos previstos no art. 2º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976). É nesses termos que se mostra cabível a discussão regulatória, anterior à publicação da IN CVM n. 588/2017, acerca da sujeição do *usos* e das práticas de captação coletiva de recursos pela internet ao órgão regulador do mercado de valores mobiliários. E, fundamentalmente, é essa a discussão regulatória que conduziu à elaboração da nova instrução normativa que se destina a especificamente regular a matéria.

A indução de afirmações hipotéticas que poderiam, em tese, explicar o contexto regulatório anterior à IN CVM n. 588/2017 foi sustentada pela compreensão do funcionamento das plataformas em funcionamento no Brasil. Afinal, a sujeição de determinada atividade à regulação da CVM passa não somente pela compreensão do regime de competência do órgão regulador, mas das características e das formas como a atividade era realizada no mercado. Por isso, mostrou tratar-se de etapa imprescindível a análise descritiva sobre como são operacionalizadas essas captações

coletivas por meio das plataformas, bem como o delineamento dos negócios jurídicos que as compõem.

O desenvolvimento da pesquisa tornou possível a identificação de três negócios jurídicos até então celebrados entre empreendedores e investidores por meio das plataformas: (i) *contrato preliminar para fins de emissão privada de título de dívida*; (ii) *contrato preliminar para fins de formação ou aumento de capital social*; e (iii) *contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária*. Desses três negócios jurídicos, contudo, apenas os dois últimos apresentaram características que poderiam situá-los no regime de competência da CVM. Por esse motivo, conquanto todos os negócios jurídicos citados sejam objeto de análise, o discurso regulatório proposto enfatiza a análise sobre os dois últimos arranjos contratuais.

Isso posto, tendo em vista o rol de valores mobiliários definidos pelo legislador e os negócios jurídicos potencialmente sujeitos à CVM, foram assumidas as seguintes hipóteses de pesquisa para a compreensão do contexto “pré-regulatório”, a serem validadas ou refutadas: (i) o *contrato preliminar de formação ou aumento de capital social* pode ser qualificado ou admitido como causa subjacente da emissão de *contrato de investimento coletivo*, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976); e (ii) o *contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária* pode ser qualificado ou admitido como causa subjacente da emissão de *nota comercial*, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976).

Para responder ao problema proposto na pesquisa e, por conseguinte, validar ou refutar as hipóteses de trabalho, adotou-se o método de análise jurídico-interpretativo. Mediante pesquisa de trabalhos acadêmicos e dispositivos normativos afetos ao tema, mostrou-se possível compreender não somente as formas como a captação coletiva de recursos pela internet vinham sendo utilizada no mercado, mas o teor das discussões legais e regulatórias em seu entorno.

Ainda em termos metodológicos, dada a incipiência de discussões aprofundadas sobre o tema – notadamente, em legislação e doutrina nacionais –, a avaliação sobre as formas como até então operavam as plataformas constituiu etapa prévia ao ingresso na discussão regulatória proposta. Tal como em outras estruturas e arranjos sociais sensivelmente alterados com o advento da internet, o entendimento

sobre o funcionamento prático das captações viabilizadas por intermédio desses sítios eletrônicos constituiu estratégia basilar ao desenvolvimento da pesquisa².

A verificação do funcionamento prático desses *usos* e práticas de captação coletiva via internet foi respaldada por estudo analítico sobre as formas de atuação instrumentalizadas nas plataformas. A esse propósito, promoveu-se o mapeamento dos sítios eletrônicos dessa natureza atualmente disponíveis a investidores e empreendedores no Brasil. Em primeira análise, foram identificadas quatro plataformas: Broota, Eqseed, Startmeup e EuSócio. Tendo em vista o reduzido número de plataformas em operação no Brasil, entendeu-se adequado e viável o estudo funcional sobre todas elas. Não obstante isso, por ter sido inativada ao longo desta pesquisa, descartou-se o estudo sobre a plataforma EuSócio.

A fim de que se tivesse acesso a todas as etapas procedimentais previstas para realização do investimento, bem como aos instrumentos contratuais celebrados entre investidores e sociedades empresárias por meio das plataformas, foi necessário realizar investimentos mínimos em empreendimentos divulgados nesses sítios eletrônicos, cadastrar-se em todas as plataformas e, em seguida, analisar o portfólio das campanhas disponíveis para realização de investimento.

Em complemento ao estudo sobre o funcionamento prático das plataformas, reconheceu-se que a análise sobre os negócios jurídicos celebrados no contexto “pré-regulação específica” e sobre seu enquadramento no ordenamento vigente pressupunha a compreensão das categorias jurídicas previstas no direito brasileiro. Nesse sentido, mostrou-se importante vetor da pesquisa a verificação da aptidão das estruturas jurídicas previstas no ordenamento, notadamente partindo de estudos sobre a Teoria Geral de Direito, para conformar os elementos e as características dos negócios jurídicos identificados nos estudos feitos sobre as plataformas.

² Valem aqui as importantes ressalvas de Vivante (1922, p. ix-x) de que não se pode intentar compreender um instituto sem lhe conhecer a *estrutura técnica* e sua *função econômica*: “Aos estudantes e estudiosos – as duas palavras nem sempre são sinônimas – que frequentemente me pedem conselhos e temas para suas dissertações, eu não posso sugerir nada diferente do que o método que eu sigo. Não se aventurem nunca em uma questão jurídica se não conhecerem sua estrutura técnica a fundo e a função econômica do instituto que é objeto do seu estudo. Obtenham nas bolsas, nos bancos, nas agências, nas sociedades comerciais, nos tribunais e fóruns o material necessário para compreender aquela estrutura e suas funções. Trata-se de deslealdade científica, um defeito de probidade, tratar de um instituto para lhe atribuir a disciplina jurídica sem conhecê-lo a fundo na sua realidade. Se o direito tiver por objetivo regular os efeitos de um instituto, é evidente que o estudo prático da sua natureza deve preceder aquele do direito”. (Tradução nossa).

Delineadas as formas de captação coletiva de recursos promovidas por meio da internet e os negócios jurídicos que fazem parte dessa dinâmica anterior à publicação da IN CVM n. 588/2017, propôs-se discussão regulatória acerca dos termos de sujeição desses *usos comerciais* à regulação da CVM. Para tanto, discorreu-se sobre o regime de competência da autarquia e sobre o papel atribuído ao Estado para regular o mercado de valores mobiliário brasileiro. Buscou-se compreender em que situações a intervenção estatal se mostra necessária ou conveniente no mercado de valores mobiliários.

A análise empreendida sobre a caracterização dos negócios jurídicos até recentemente celebrados por intermédio das plataformas e sobre o regime de competência da CVM serviu de substrato para o exercício de subsunção destes à regulação da autarquia. Com a exposição, foi possível demonstrar de que forma as práticas de captação coletiva de recursos por meio da internet anteriormente à IN CVM n. 588/2017 (contexto “pré-regulação específica”) eram ou deveriam se submeter à regulação da autarquia.

Essa demonstração foi relativamente abrangida pela manifestação da CVM sobre o tema no Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016 (BRASIL, 2016), que serviu de referência para a publicação da instrução normativa. O entendimento dessa conjuntura de transição entre a forma como as captações coletivas eram realizadas e como passarão a ser com a vigência da IN CVM n. 588/2017 permitiu uma análise minimamente crítica acerca das perspectivas da regulação proposta.

Esse contexto “pós-regulação específica” foi recentemente definido pela CVM, de modo que, por um lado, ainda é precoce qualquer intenção de avaliar os efeitos decorrentes da intervenção estatal. Por outro lado, essa análise não deixa de ser um ponto de partida para reflexões sobre o “*crowdfunding* de investimento”. Apesar das dificuldades, inerentes a momento consecutivo à publicação da instrução normativa, neste estudo buscou-se apresentar a forma como as captações coletivas de recursos pela internet passarão a ser consideradas válidas no ordenamento jurídico brasileiro.

Para tanto, optou-se por metodologicamente dividir a exposição em duas partes. Na primeira, oferece-se síntese descritiva acerca das principais disposições constantes da IN CVM n. 588/2017. Na segunda, expõe-se síntese analítica acerca de algumas reflexões críticas e dos propósitos regulatórios almejados pelo legislador com a ingerência no segmento. Em essência, buscou-se avaliar em que termos a nova

regulação se mostra necessária e conveniente, à luz dos interesses do mercado e dos investidores.

Para suprir a ausência de elementos acerca dos efeitos que certamente decorrerão da proposta regulatória contida na IN CVM n. 588/2017, buscou-se subsídio onde a matéria já foi positivada e onde essas discussões de cunho regulatório afloraram há mais tempo.

Nesse sentido, entendeu-se relevante a análise de experiências regulatórias estrangeiras para fins de reflexão sobre a forma como o Estado brasileiro tem buscado equalizar a balança cujos pesos são o fomento à atividade econômica e a proteção ao investidor. Para esse fim, foram selecionadas duas legislações estrangeiras, cuja escolha se funda no fato de que ambas divergem substancialmente na forma como regulam a temática: o *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act), regulado pela Securities Exchange Commission nos Estados Unidos da América, e o *Go Incubation Board for Startup and Acceleration* (GISA Regulation), regulado pela Taipei Exchange em Taiwan.

A análise comparativa sobre as vertentes regulatórias adotadas em cada um dos regimes jurídicos serviu de substrato para a reflexão final sobre a proposta de regulação contida na IN CVM n. 588/2017, momento em que o trabalho proposto atingirá sua conclusão e, espera-se, poderá servir como instrumento de reflexão ao desenvolvimento e refinamento do sistema normativo vigente.

1 DA CAPTAÇÃO COLETIVA AO CROWDFUNDING

Neste capítulo, analisa-se o que se entende por *crowdfunding*. O objetivo é situar o leitor sobre o recorte metodológico que orienta a pesquisa. Em vista da abrangência e da utilização polissêmica do termo, necessário se mostra o entendimento dos elementos e das variáveis que o compõem antes de ingressar na discussão de ordem regulatória.

A exposição se inicia pela discussão dos antecedentes históricos que ensejaram o surgimento do *crowdfunding* e pela identificação de elementos que o qualificam, na atualidade, como forma de captação coletiva particular de recursos em face das demais. Em seguida, expõe-se o desenvolvimento teórico que fundamenta o necessário recorte metodológico da pesquisa: a admissibilidade do *crowdfunding* como termo que abrange a prática de atividades distintas e a escolha do *crowdfunding* materializado na *captação*

coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário como foco deste estudo.

Por derradeiro, promove-se a análise sobre o funcionamento prático, no período anterior à publicação da IN CVM n. 588/2017, dos sítios eletrônicos (“plataformas”) disponibilizados no Brasil cuja atuação se insere no recorte metodológico proposto. Com a estratégia, buscou-se compreender como se relacionam investidores e empreendedores, bem como os negócios jurídicos celebrados por seu intermédio.

1.1 Antecedentes históricos e desenvolvimento atual

A compreensão dos fatos que antecederam o advento do *crowdfunding* serve a propósitos caros a esta pesquisa. Ainda que, na essência, o *crowdfunding* materialize mecanismo de captação coletiva de recursos, entende-se que carrega dinâmicas e características próprias suficientes para particularizá-lo em face das demais formas de captação coletiva utilizadas no curso da História.

Analisar em que termos o *crowdfunding* se individualiza em face das demais formas de captação coletiva de recursos passa pela compreensão de seu contexto de formação e, sobretudo, pelo entendimento de como funciona na prática. A observância de como as relações jurídicas e as trocas comerciais são estruturadas, considerando o que se acostumou denominar *crowdfunding*, revelam ser simplória a sua qualificação como mero mecanismo de captação coletiva de recursos.

Essas diferenças se alicerçam na própria origem do *crowdfunding*. Por um lado, tem-se que o *crowdfunding* denota uma resposta alternativa a um cenário de restrição à obtenção de crédito (BRADFORD, 2011, p. 4-5). Por outro, ele é visto como decorrência dos avanços tecnológicos que não somente viabilizaram seu surgimento, como integram sua estrutura elementar.

Sob esse primeiro aspecto, o desenvolvimento histórico do *crowdfunding* evidencia uma proposta, ainda em desenvolvimento, de parcial ruptura com sistemas e estruturas tradicionalmente utilizados para a finalidade arrecadatória – notadamente o financiamento bancário e as tradicionais operações de emissão de valores mobiliários no mercado de capitais. A proposta de parcial ruptura a que se faz referência decorreu, sobretudo, das restrições e dificuldades encontradas para que agentes econômicos

pudessem aproveitar linhas de crédito e financiamento de suas atividades³. Isso é particularmente comum tratando-se de empreendimentos em estágio inicial de desenvolvimento⁴, dado o risco advindo de operações dessa natureza (BRADFORD, 2011, p. 3-6). Nesse sentido, não raro instituições financeiras apenas oferecem crédito mediante o pagamento de taxas de juros elevadas e a prestação de garantias excessivas (WILLIAMSON, 2013, p. 2.069-2.070).

Ao ensejar nova proposta de captação coletiva de recursos pautada pela utilização da internet e pela mitigação de burocracia e de custo operacional (BURKETT, 2011, p. 69-70), o *crowdfunding* representa, de fato, uma alternativa a esse cenário de restrição.

Tendo-se em conta o segundo aspecto – isto é, a estreita relação entre o surgimento do *crowdfunding* e o desenvolvimento tecnológico –, sem o advento da internet, o *crowdfunding* dificilmente assumiria as feições e características que hoje o qualificam.

Os avanços percebidos no domínio da tecnologia da informação abrangem sistemas, mecanismos e ferramentas que alteraram profundamente a forma como as pessoas se comunicam, interagem e contratam entre si (BERISHA-SHAQIRI, 2015, p. 73). Internet, redes sociais, *websites* destinados ao comércio eletrônico (*e-commerces*), mecanismos responsáveis pela operacionalização de pagamentos e transferências financeiras pela rede mundial de computadores são alguns desses avanços que não somente viabilizaram o surgimento do *crowdfunding*, mas que o qualificam como nova forma de coletivamente captar recursos (MELITO, 2013).

A novidade que o tema carrega se assenta, fundamentalmente, na constatação de uma *nova dimensão* alcançada pela captação coletiva de recursos realizada por meio da internet (BERISHA-SHAQIRI, 2015, p. 73-76). Essa *nova dimensão* é mais facilmente vista em termos quantitativos. Afinal, o desenvolvimento da rede mundial de computadores possibilitou ao *crowdfunding* um *alcance global*, de forma que tanto poupadores das mais variadas localidades podem indistintamente investir seus recursos

³ A dificuldade em encontrar meios disponíveis para captação de recursos financeiros por sujeitos empresariais em estágio de desenvolvimento incipiente se mostrava manifesta, uma vez que financiamentos bancários, o mercado de capitais e os mercados de *private equity* e *venture capital* atribuíam risco elevado às operações envolvendo empreendimentos em fase inicial (HEMINWAY, 2014).

⁴ Em geral, sociedades empresárias em estágio inicial de desenvolvimento lidam com custos de transação mais elevados que sociedades empresárias já consolidadas e a intermediação financeira privilegia a celebração de negócios com essas últimas, demonstrando desinteresse por transações de baixo valor (CAMPBELL, 2014, p. 815-816, 825).

em projetos expostos na internet, como empreendedores podem, de forma não burocrática, divulgar seus empreendimentos na rede para fins de captação de recursos (MELLO, MENDES, 2016, p. 6-8). Ao *alcance global*, soma-se a possibilidade de que empreendedores e investidores possam se comunicar de forma incrivelmente célere e que as operações de aporte são concretizadas de forma instantânea e à margem de custos substanciais (BRADFORD, 2011, p. 07).

Essa *nova dimensão* “quantitativa” é também refletida em termos “qualitativos”⁵ (FINK, 2012, p. 5-6). O alcance global, a instantaneidade nas comunicações, o amplo acesso às informações e a redução de custos representam, por um lado, uma “democratização no mercado de investimentos” (TSAI, 2016, p. 23) ao possibilitar que grande número de pessoas, físicas ou jurídicas, possa destinar seus recursos excedentes a projetos e empreendimentos sem grandes entraves burocráticos e custos envolvidos (EPSTEIN, 2015, p. 35). Por outro, inauguram uma nova forma de relacionamento e interação entre poupadores/investidores e deficitários/captadores⁶.

Nessa nova forma de se relacionar partindo da plataforma de *crowdfunding*, investidores demonstram tanto aptidão, dadas as facilidades de acesso trazidas com o avanço tecnológico, como interesse, não necessariamente financeiro, por acompanhar o regular desenvolvimento do projeto que recebeu seus recursos (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 3). Justamente por isso, um dos grandes pilares de desenvolvimento do *crowdfunding* é instrumentalizado nos mecanismos de interação entre investidores e empreendedores.

⁵ As lições de Fink (2012) são de todo pertinentes a esse respeito. De acordo com o autor, “the Crowd consists of individuals connected to other individuals through the Internet. The Crowd, whose influence draws exclusively from the aggregate, has altered the fundamental constructs of all societies connected to the Internet. In a short period of time, the Crowd has created an entirely new paradigm from which to view the world: it has overcome oppressive governments, produced new industries, and shaped the social and commercial avenues in which we interact” (FINK, 2012, p. 5). (“o Crowd [Coletividade] consiste em indivíduos conectados a outros indivíduos por meio da internet. O Crowd, cuja influência deriva exclusivamente do seu conjunto, alterou construções fundamentais de todas as sociedades conectadas à internet. Em um curto lapso de tempo, a coletividade criou novos paradigmas para se conceber o mundo: superou governos opressores, desenvolveu novas indústrias e criou os meios sociais e comerciais por meio dos quais interagimos”. (Tradução nossa.)

⁶ Lévy (1998, p. 30) caracteriza esse novo relacionamento enfatizando a importância de uma sabedoria coletiva, típica do período pós-Internet. De acordo com o referido autor, “a importância da sabedoria coletiva no desenvolvimento de iniciativas como *crowdfunding* está no seu ideal valorizador da inteligência que está atribuída globalmente como desencadeadora de uma dinâmica positiva de reconhecimento e mobilização das competências”. Em interessante reflexão sobre o tema, Howe (2008, p. 12) assume que o aspecto coletivo (*Crowd*) pode ser mais eficiente que o indivíduo ou um pequeno grupo. Entende o autor que o *wisdom of the crowd* (a sabedoria da coletividade) exerce maior influência (inclusive que aquela manifestada individualmente) se a comunidade puder compartilhá-lo ou replicá-lo.

Com efeito, o surgimento do *crowdfunding* está diretamente relacionado ao acentuado uso das redes sociais. Isso porque as informações dos projetos divulgados com base nas plataformas podem ser propagadas com extrema rapidez a possíveis investidores e parceiros (MELLO, MENDES, 2016, p. 6-8; FINK, 2012, p. 8). Para algumas plataformas⁷, a disponibilização de *feedbacks* contínuos e regulares aos investidores satisfaz verdadeiro dever a ser observado pelos empreendedores que divulgam seus projetos.

Todas essas características fazem do *crowdfunding* uma experiência com alcance e características próprias. Uma experiência, repita-se, consistente na *contraposição* ao cenário de dificuldade na obtenção de crédito e, simultaneamente, em *decorrência* das ferramentas e tecnologias disponibilizadas com o advento da internet.

1.1.1 Formas de captação coletiva de recursos utilizadas ao longo da História

A análise descritiva das formas de captação coletiva de recursos utilizadas no curso da História representou um dos grandes desafios da pesquisa empreendida para a produção desta dissertação. Reconhece-se a impossibilidade de tratar, neste trabalho, de todas as formas de captação coletiva de recursos de que se tem registro. Mesmo a discussão das principais formas de captação enseja estudo aprofundado e pressupõe razoável noção progressiva da História.

Somado a isso, não foram identificados muitos trabalhos científicos sobre a contextualização histórica das captações coletivas de recursos que pudessem servir de referência. Um dos trabalhos coletados, todavia, foi particularmente importante para o delineamento histórico proposto. Trata-se da obra de Davies (2002), intitulada “*History of money: from ancient times to the present day*” Ao oferecer uma detalhada visão sobre o surgimento e o desenvolvimento da moeda desde as civilizações mais antigas, o autor descreveu a forma como os sistemas bancários foram estruturados ao longo do tempo e as iniciativas históricas promovidas e subsidiadas por meio de captação coletiva de recursos⁸.

⁷ É o caso das plataformas Broota, Eqseed e Startmeup – objeto de estudo de caso – a serem analisadas oportunamente.

⁸ Ressalte-se que não serão analisadas as captações coletivas de outros recursos que não os de origem financeira.

Para além do cuidado de apresentar todo o conteúdo de acordo com a cronologia dos eventos históricos da Antiguidade, Davies tem o mérito de oferecer ao leitor a contextualização dos fatos que motivaram o desenvolvimento de estruturas e sistemas de coleta coletiva de recursos desde os primórdios.

Por essas razões, embora não seja o único trabalho de sustentação teórica do tópico, a obra de Davies e a linha de progressão histórica adotada pelo autor serviram de referência para a descrição das formas de captação coletiva de recursos realizadas ao longo do tempo.

Historicamente, as captações coletivas de recursos mais antigas de que se tem registro estão associadas a imposições feitas por governantes sobre civilizações sujeitas ao seu poder. A mais vetusta das captações ocorreu na Mesopotâmia, em cerca de 3.000 a.C. Trata-se dos primeiros registros escritos, materializados em tabletas de barro, que faziam referência à obrigatoriedade do pagamento de impostos por cidadãos comuns (DAVIES, 2002, p. 48-49).

O mais famigerado deles, o Código de Hamurabi consagrou um dos primeiros códigos normativos a orientar o comportamento do homem em sociedade e foi responsável por se tornar o primeiro documento expresso de que se tem registro atribuindo aos cidadãos o dever de destinar parte de seus recursos e produções à autoridade central. Esses impostos eram materializados, inicialmente, na entrega de colheitas aos governantes locais, mas logo passaram a consubstanciar operações em moeda (DAVIES, 2002, p. 49-50).

Tão antigo quanto essas imposições foi o surgimento dos primeiros banqueiros. Há aproximadamente 3000 anos a.C., na Babilônia, registraram-se as primeiras operações bancárias⁹. No período, essas operações eram realizadas em templos religiosos

⁹ Davies (2002, p. 51) descreve que, no período, “literally hundreds of thousands of cuneiform blocks have been unearthed by archaeologists in the various city sites along the Tigris and Euphrates, many of which were deposit receipts and monetary contracts, confirming the existence of simple banking operations as everyday affairs, common and widespread throughout Babylonia. The Code of Hammurabi, law-giver of Babylon, who ruled from about 1792 to 1750 BC, gives us categorical evidence, available for our inspection in the shape of inscriptions on a block of solid diorite standing over 7 ft high now in the Paris Louvre, showing that by this period ‘Bank operations by temples and great landowners had become so numerous and so important’ that it was thought necessary to lay down standard rules of procedure”. (“literalmente, centenas de milhares de blocos cuneiformes têm sido encontrados por arqueólogos em vários locais ao longo dos rios Tigre e Eufrates, muitos dos quais eram contratos e recibos de depósito, confirmando a existência de operações bancárias simples, comuns e generalizadas em toda a Babilônia. O Código de Hamurabi, regulador da Babilônia, que governou aproximadamente entre 1792 a 1750 a.C., nos dá provas categóricas, disponíveis para comprovação na forma de inscrições em bloco de diorita sólida de mais de 7ft de altura no Museu do Louvre em Paris, mostrando que nesse período de operações bancárias em templos e em que grandes

e palácios reais, uma vez que se tratava de locais de reconhecida segurança para transferência de moedas. O principal banco privado do período, “Grandsons of Egibi”, ocupou papel de destaque ao conceder empréstimos mediante a emissão de títulos. Desde a Antiguidade, razoável número de serviços bancários que se observa na atualidade já existia desde o terceiro milênio a.C., como serviços de câmbio, empréstimos, depósitos e captações coletivas de recursos – até mesmo serviços de corretagem, executados sob a ordem dos depositantes, eram oferecidos pelos banqueiros do período (DAVIES, 2002, p. 50-52).

Cerca de um milênio depois, no Egito, os faraós estipularam a obrigatoriedade de que os egípcios destinassem parte de seus recursos para terem acesso a materiais e insumos necessários à sua alimentação (o exemplo classicamente descrito é o óleo para cozimento dos alimentos, cuja disponibilização era monopolizada pelos faraós). Para que o sistema se fizesse eficaz, os faraós nomearam auditores, denominados *escribas*, responsáveis por fiscalizar a concessão dos referidos insumos e seu respectivo pagamento a tempo e modo (TAX WORLD, 2006).

Sob a mesma perspectiva egípcia, os relatos de Confúcio demonstram a forma como os *antigos chineses* se organizavam administrativamente no século 24 a.C. De acordo com o filósofo, a civilização chinesa conhecia uma variedade de impostos (sobre terras, edificações e mercadorias) e o governo teve de desenvolver sistemas institucionais de captação coletiva desses recursos. Em geral, os pagamentos a essas imposições eram primeiramente feitos *in natura*, mas logo passaram a ser realizados em moeda (SIDOU, p. 136).

No século 13 a.C., a civilização hindu elaborou o Código de Manu, uma compilação de normas de conduta de cunho religioso. O código tratava de temas diversos; desde a administração e procedimentos judiciais, até comércio, dívida, inadimplemento e a previsão de impostos em favor do rei (COSTA ET AL, 2014, p. 89-91). Em específico, os arts. 304, 390 a 392 e 396 a 399 ilustram a existência dessa imposição de caráter arrecadatório-sancionador, a qual pode ser ilustrada no primeiro dispositivo normativo citado:

Art. 304° O rei, que não protege os povos e que, entretanto, percebe as rendas, os impostos, os direitos sobre as mercadorias, os presentes cotidianos de flores, furtos e hortaliças e as multas, vai logo para o inferno depois da morte.

latifundiários tornaram-se tão numerosos e tão importante que se pensava ser necessário estabelecer normas de conduta”. (Tradução nossa).

Na condição de maior império do Oriente entre os séculos 8 e 6 a.C., a Pérsia dispunha de uma complexa organização administrativa, tendo nomeado seus próprios governadores para administrar as civilizações conquistadas. Com vasta capilaridade no Oriente, Ciro, então imperador da Pérsia, instituiu o primeiro serviço integrado de correios de que se tem registro. Para sustentá-lo, determinou a criação das mais antigas taxas, assim compreendidas como contraprestações devidas pela utilização de serviço de caráter público. Em específico, por cada carta confiada ao serviço de correios, deveria ser pago 1 *dracma* à autoridade central (SIDOU, 2003, p. 136).

Embora a trajetória até então descrita seja indicativa de correlação estreita entre captação coletiva de recursos e previsão de impostos, destacaram-se também as captações promovidas em decorrência ou em vista de fins bélicos durante a Antiguidade. Os casos mais paradigmáticos foram capitaneados pela civilização grega e pelo império romano.

A primeira institucionalizou a obrigatoriedade de seus cidadãos pagarem a *eisphora*, coleta coletiva de recursos destinada a suprir despesas em tempos de guerra. Caso a Grécia se saísse vencedora do conflito, os contribuintes poderiam reaver a integralidade ou parte do que havia sido recolhido (TAX WORLD, 2006). O último teve a estruturação de seu sistema de coleta coletiva de recursos associado a sua expansão geográfica. Inicialmente, propôs a incidência de tributos, denominados *portorias*, sobre operações de importação e exportação de produtos (TAX WORLD, 2006) e sobre a posse e utilização de terras, denominados *stipendium* (SIDOU, 2003, p. 140). Logo em seguida, reconhecendo a necessidade de produzir vastas quantidades de prata e cobre para a emissão de moeda suficiente para pagar seu exército, estruturou não somente uma política de escravização, mas a incidência de tributos sobre os povos conquistados em guerras. A título de exemplo, os cidadãos de Cartagena tiveram de pagar a Roma 50 parcelas anuais correspondentes a 10 mil *talents* após a sua derrota em 201 a.C. (DAVIES, 2002, p. 90)¹⁰.

¹⁰ Ressalte-se, ainda, que no segundo centenário a.C., sociedades empresárias foram formadas no Império Romano para o fornecimento de serviços públicos específicos. Dado o relevo dessas sociedades para o próprio governo central, títulos representativos de seu patrimônio passaram a ser comercializados em locais de trânsito frequente para os cidadãos romanos, contribuindo para a criação de uma primeira estrutura bursátil, cuja finalidade era auxiliar na coleta dos recursos e na emissão e comercialização de títulos (DAVIES, 2002, p. 93).

A captação coletiva de recursos que se observou em Roma não se reservou, porém, às cobranças e imposições feitas sobre os povos conquistados pelo império. Foi também em Roma que se constituiu a primeira estrutura próxima a uma bolsa de valores – exatamente onde se localiza atualmente o Fórum Romano. No local, as classes mais abastadas de Roma realizavam operações bancárias de naturezas diversas, incluindo a comercialização e a transferência de títulos representativos de participações sobre empreendimentos comerciais – em geral, empreendimentos privados vinculados ao governo central para prestação de algum serviço específico (DAVIES, 2002, p. 92-93).

A derrocada do Império Romano, por volta do ano 500 d.C., deu origem a um novo sistema de organização social e a novas formas de captação coletiva de recursos. Em troca da lealdade para defender suas causas, os reis concediam terras a guerreiros e cavaleiros (senhores feudais), os quais gozavam de autonomia para estipular e cobrar seus próprios impostos.

A Idade Média inaugurou o sistema de suserania, a partir do qual os senhores feudais dispunham de autonomia para controlar terras concedidas pelos reis. Sob seu controle, vassalos plantavam, colhiam e produziam em troca de proteção e habitação. A defesa era uma das preocupações mais latentes do período. Tanto assim que os senhores feudais instituíram um sistema razoavelmente comum de coleta coletiva de recursos baseado, sobretudo, na *Taille*, tributo incidente sobre a utilização de terras sob os domínios do feudo. Esse sistema era voltado para a estruturação de mecanismos de defesa contra investidas de inimigos (SIDOU, p. 142-143).

Embora se trate de um contexto razoavelmente comum ao continente europeu, os principais registros de captações coletivas de recursos do período¹¹ se notabilizaram

¹¹ Dois curiosos eventos marcados por captações coletivas de recursos referem-se à história de Lady Godiva e à outorga da Magna Carta. O primeiro registro tem origem no excesso de impostos determinados pelo conde Leofic de Mercia sobre os vassalos de Coventry, o que motivou sua esposa, Lady Godiva, a requerer formalmente a sua redução junto ao marido. O conde, então, teria afirmado que só reduziria os impostos se a sua esposa passeasse nua pela cidade sobre um cavalo branco. Segundo a lenda, Lady Godiva aceitou o desafio e entrou em contato com os magistrados da cidade para alertá-los acerca do trato feito com o marido dela. Enxergando o nobre propósito da iniciativa de Lady Godiva, os magistrados de Coventry se uniram aos líderes da cidade para mobilizar e convencer a população a ficar em suas casas e respeitar a privacidade da dama. Em respeito ao seu ato, a população de Coventry fechou as janelas para não a constranger durante a caminhada (MARTIN, 2012, p. 01-03). O evento demonstra, de forma curiosa, a forma descentralizada como as captações coletivas de recursos eram realizadas durante o período da Alta Idade Média. Já o episódio da Magna Carta, em 1215, representa a insatisfação dos súditos do Rei João em pagar tributos para financiar guerras mal sucedidas, dentre as quais se destacou a Guerra dos 100 anos contra a França. Afirmaram, nesse sentido, que somente continuariam a contribuir financeiramente e a pagar seus impostos para o reino caso o monarca assinasse um documento que limitasse o seu poder de instituir novos tributos ou majorá-los sem aprovação prévia (DAVIES, 2002, p. 158-159).

na Inglaterra¹². Destacou-se, no local, o surgimento da figura do *exchequer*, responsável por administrar as finanças do rei e promover a coleta de tributos da população em geral. Historicamente, num contexto em que se proibia veementemente a prática da usura por razões religiosas, o *exchequer* era visto não somente como seu principal infrator, mas como um dos maiores canais de captação de recursos institucionais da monarquia. Cabia ao *exchequer*, também, emitir notas em madeira representativas de crédito perante o rei. A negociação e o registro de operações envolvendo crédito fizeram do *exchequer* um importante agente comercial do período, o que mais tarde inspiraria a fundação do Bank of England pela coroa inglesa (DAVIES, 2002, p. 147-153).

Os séculos XI e XIII foram precisamente marcados pelas Cruzadas, movimento expansionista de caráter militar e de inspiração cristã que visava organizar expedições em direção à “Terra Santa” com o intuito de reconquistá-la dos muçulmanos e nela preservar a fé cristã (FERNANDES, 2006, p. 99). As cruzadas também eram vistas como investimento, tendo sido financiadas por reis, nobres, ricos comerciantes e pela própria Igreja para exploração e intercâmbio comercial dos mais diversos produtos. A promoção das Cruzadas envolvia vultosas captações coletivas de recursos. A principal delas, responsável por reconquistar Jerusalém, foi liderada pelo Rei Godofredo de Bouillon em 1099 (CARVALHOS, 2006, p. 2-3).

¹² A proeminência da Inglaterra na operacionalização e no registro de captações coletivas de recursos se deveu, sobretudo, aos esforços dispendidos para a realização do *Description of England*, um estudo nacional encomendado pelo Rei William I para levantamento de informações demográficas e financeiras das vilas e cidades localizadas no território inglês. Sobre o tema, Davies (2002, p. 136-137) relata: “We are of course enormously indebted to William I for the most complete record of national wealth and national income undertaken by any country in the Middle Ages – the ‘Description of England’. [...] The investigation was conducted by commissioners, assisted by the king’s representative or ‘reeve’ in every shire – the sheriff – together with juries selected locally. The survey was thus a combination of a legal, demographic and most importantly financial, fiscal and economic investigation whereby the position and numbers of the more important persons were described, and the output and taxable capacity of the kingdom were evaluated. [...] No other European state at that time possessed such a sound basis for fiscal and financial assessment (what today we would call ‘budgeting’), or for supplying the means for reasonably efficient and equitable decisions regarding taxation, coinage and farm management, which were then the main ingredients of monarchical economic policy. [...] England was probably the first post-Roman state in western Europe to develop a uniform nationwide fiscal system.” (“Nós somos certamente gratos a William I pela realização do mais completo registro da riqueza e distribuição de renda nacional da Idade Média – ‘Description of England’. [...] A investigação foi conduzida por comissários, assistidos pelo representante do rei ou ‘reeve’ em cada condado – o xerife – juntamente com os júris selecionados localmente. A pesquisa abrangeu, portanto, uma combinação de aspectos legais, demográficos, financeiros, fiscais e econômicos no qual a posição das pessoas mais importantes foi descrita, bem como a sua respectiva capacidade tributária. [...] Nenhum outro Estado europeu, naquela época, possuiu uma base tão sólida para avaliação fiscal e financeira (o que hoje chamamos ‘orçamento’), ou para tomada de decisão relacionada à política fiscal, à emissão de moedas e à administração de terras, que eram os pilares da política econômica da monarquia. [...] A Inglaterra foi, provavelmente, o primeiro estado pós-romano da Europa Ocidental a desenvolver um sistema fiscal uniforme de abrangência nacional.” (Tradução nossa.)

Ademais do fulcro religioso, a organização das Cruzadas deixou um importante legado no que se refere ao contexto financeiro do período. O pagamento de suprimentos, equipamentos, aliados e mercenários exigiu de seus investidores e financiadores uma grande quantidade de recursos em espécie, bem como o desenvolvimento de um sistema eficiente para sua transferência por toda a Europa continental. Esse novo sistema foi baseado, essencialmente, na função desempenhada pelos Cavaleiros Templários e pelos Cavaleiros da Ordem de São João de Jerusalém (Hospitalários). Conforme as Cruzadas avançavam, Templários e Hospitalários tiveram de aprender a negociar e conciliar seus interesses com os mais diversos povos (DAVIES, 2002, p. 153-157). De forma natural, passaram a deixar representantes nos principais polos comerciais da Europa e do Oriente Médio para realizar as mais diversas atividades, dentre as quais importa citar a troca de moedas e a concessão de crédito por meio de recibos (*semi-banking activities*). Eram eles os principais intermediários comerciais do período. Havia, de fato, um sistema institucionalizado de captação de recursos para promoção das Cruzadas (DAVIES, 2002, p. 154-155).

Não obstante a relevância dos eventos citados, a principal captação coletiva de recursos realizada durante a Idade Média foi capitaneada pela Igreja Católica: o “único poder público de fato do mundo medieval” (SIDOU, p. 143).

A Igreja, igualmente, serviu-se de mecanismos organizados de captação coletiva de recursos de seus fiéis para a realização de obras e projetos sociais. Os recursos auxiliavam na realização dos trabalhos pastorais coordenados pela Igreja, assim como permitiam que o clero se dedicasse integralmente ao ofício religioso. Embora já fossem previstas na religião judaica, as contribuições dos fiéis foram incorporadas no sistema normativo canônico como *dever cristão* (DIAS, 2009, p. 76).

A principal contribuição coletada era o dízimo, isto é, a entrega da décima parte do salário mensal do fiel ou da colheita por ele produzida em favor da Igreja. A legitimidade do dízimo advinha dos livros sagrados. O Pentateuco, os cinco livros de Moisés considerados sagrados pelos hebreus, descreve que Abraão, após sair vitorioso de batalhas contra aqueles que haviam sequestrado seu sobrinho Ló, entregou o dízimo de tudo o que havia conquistado a Melquisedeque, “sacerdote do Deus altíssimo” (SIMÃO, 2013, p. 10.363). A Bíblia, a seu turno, mostra Caim oferecendo à divindade parte dos frutos que plantou (BÍBLIA, *Gênesis*, 4.3-4).

A obrigatoriedade do dízimo foi objeto de um regime de cobrança institucionalizado pela Igreja¹³. Esse regime foi inicialmente discutido no Concílio de Tours, ocorrido em 567, e no II Concílio de Macon, ocorrido em 582. Contudo, sua sistematização somente foi consumada a partir do advento do Código de Direito Canônico, que definiu a função e a razão de ser da cobrança: a subsistência da própria Igreja e o auxílio aos mais pobres (cânone n. 222)¹⁴.

A Idade Média foi superada pelo período da renascença (séculos XIV a XVI), marcado pela consolidação dos Estados Nacionais, pelo crescimento das cidades e pela ampliação das relações econômicas. A centralização do poder na figura dos monarcas trouxe consigo a passagem de um sistema de coleta esparsamente definido pelos senhores feudais para outro regulado por órgãos públicos submetidos diretamente à coroa (SIDOU, p. 146).

A preocupação com a dinâmica financeira dos Estados Nacionais constituídos era de todo evidente. Tanto assim que os monarcas decidiram criar bancos nacionais que pudessem organizar as contas e despesas assumidas, notadamente em virtude de guerras. Alguns desses bancos nacionais (como é o caso do Bank of England e do Bank of Scotland) foram constituídos por meio de investimentos promovidos por cidadãos em geral (*bank's capital stock*) (DAVIES, 2002, p. 260-262).

O envolvimento da poupança popular no comércio de títulos e a relativa inconstância das famílias reais no poder revelaram a necessidade de concessão de garantias aos investidores para que o mercado de capitais dos Estados Nacionais progredisse. Em Estados como a Inglaterra, o Parlamento funcionou como instituição garantidora de empréstimos e de investimentos de cidadãos comuns (*parliamentary guarantees*); caso a coroa viesse a falhar, era o parlamento o responsável por pagar a dívida pública (DAVIES, 2002, p. 262-265).

Outro ponto de particular relevo, já nos séculos XV-XVI, foi o descobrimento da América e das Índias. As “grandes navegações” foram promovidas, em princípio, por

¹³ O sistema do dízimo não se manteve restrito ao âmbito religioso. Havia, também, o que se denominou “dízimo feudal”, instituído diretamente pelos “senhores de terras” do período medieval sobre a utilização de sua propriedade por vassalos e escravos. A lógica era a mesma daquela prevista na tradição eclesástica, isto é, a reserva da décima parte da produção para a autoridade coletora. Há registros de dízimos forais, incidentes sobre a terra e seus frutos e dízimos grossos, devidos sobre produtos específicos, como trigo e cevada (SIMÃO, 2013, p. 10.362).

¹⁴ “Cân. 222 — § 1. Os fiéis têm a obrigação de prover às necessidades de Igreja, de forma que ela possa dispor do necessário para o culto divino, para as obras de apostolado e de caridade, e para a honesta sustentação dos seus ministros. § 2. Têm ainda a obrigação de promover a justiça social e, lembrados do preceito do Senhor, de auxiliar os pobres com os seus próprios recursos” (CÓDIGO, 1983, p. 38).

meio de recursos de reis e da nobreza. Não tardou, porém, a surgir companhias especializadas na organização e na promoção dessas expedições. Tornaram-se, a partir de então, grandes centros captadores de investimentos (DAVIES, 2002, p. 176-177).

Essas companhias, dentre as quais a mais famigerada foi a “Companhia das Índias Orientais”, promoviam amplas coletas públicas de recursos nos mais diversos setores da sociedade (*joint-stock finance*), que, em contrapartida, passavam a deter participação direta sobre o lucro dessas expedições. O mecanismo de captação pública de recursos rapidamente se tornou a regra de financiamento de expedições marítimas, à medida que diluíam o risco inerente a essas operações, anteriormente concentrado na figura do monarca (DAVIES, 2002, p. 177-178).

Nos séculos XVIII e XIX, as iniciativas de captação coletiva de recursos estiveram associadas ao processo de revolução industrial, iniciado na Inglaterra. Um dos principais fatores para o intenso crescimento da atividade industrial foi a existência de um sistema bancário descentralizado. A Inglaterra contava, no período, com uma diversidade de bancos (*country banks*), que, em geral, tinham seu surgimento vinculado a empreitadas de industriais que pretendiam financiar determinadas atividades internas. Contudo, ainda que o foco das atividades bancárias na Inglaterra fosse o suporte às atividades industriais consideradas principais, o sistema descentralizado e capilarizado contribuiu para a disponibilidade de crédito, obtido da população, para financiamento de novos empreendimentos (DAVIES, 2002, p. 286-288).

Essa dinâmica só veio a se modificar com as revoluções coloniais promovidas na América do Sul e no México contra o Reino da Espanha, que abriu novos mercados a serem explorados pelo governo e pelas empresas britânicas. A partir de 1824, centenas de novas companhias foram registradas para desenvolver comércio com os novos Estados. Essas companhias levantavam recursos com investidores em geral, prometendo-lhes parcela do lucro obtido por meio do comércio com o “novo mundo”. A popularidade alcançada pela captação coletiva de recursos empreendida foi tamanha que até mesmo pequenos bancos locais passaram a emitir títulos de dívida para captar recursos coletivamente (DAVIES, 2002, p. 305-307).

A revolução industrial se fez acompanhar por movimentos sociais que igualmente se pautaram por iniciativas de captação coletiva de recursos. As condições de trabalho por vezes degradantes a que se submetiam operários nas indústrias contribuíram para o fortalecimento do discurso por melhorias sociais. Esse discurso era geralmente entoado por pequenas associações de operários – que, mais tarde, seriam o

embrião originador de cooperativas, sindicatos, sociedades de natureza seguradora e previdenciária – e instituições financeiras de classe (*working class financial institutions*). Além da criação de sistemas de contribuições coletivas dos associados, uma das principais formas de captação coletiva de recursos da classe operária era a emissão de *labour notes* pelos sindicatos (DAVIES, 2002, p. 323-324).

O século XX foi igualmente marcado por estruturas de captação coletiva de recursos. Uma das mais notáveis foi a captação coletiva articulada para financiamento das Guerras Mundiais. Sem mencionar a previsão de tributos progressivos específicos para suportarem os conflitos (DAVIES, 2002, p. 369), merece menção a emissão de *National War Bonds* (DAVIES, 2002, p. 374), títulos de dívida especificamente emitidos pelo governo para coletar recursos suficientes para os altos custos de guerra¹⁵.

À margem de captações institucionalizadas, há que se observar a existência de iniciativas pontuais de captação coletiva de recursos ao longo do século XX. Em especial, destacam-se as captações realizadas em situações de catástrofes naturais (tsunâmi, guerras civis) e humanas (atos terroristas) por organizações sociais, como o Greenpeace, ou, ainda, eventos com finalidades específicas, como a arrecadação coletiva de fundos por meio de anúncios no jornal *New York World* para construção do pedestal da Estátua da Liberdade ou a captação pública realizada por Mozart e Beethoven para a realização de concertos e publicações de novas partituras (HEMER, 2011, p. 1).

Mais recentes ainda são os mecanismos de captação coletiva estruturados por campanhas institucionalizadas de doação, como o programa *Criança Esperança*, subsidiado pela TV Globo, e o programa *Teleton*, capitaneado pelo Grupo SBT. As doações são efetuadas, em geral, a partir de ligações telefônicas feitas indistintamente por qualquer telespectador, ao qual é garantida a possibilidade de contribuir com valores variáveis para projetos e iniciativas de índole socioeducativas.

A transição do século XX para o século XXI imprimiu nova dinâmica às estruturas e sistemas de captação coletiva de recursos. Mais precisamente, o advento da internet e do “meio digital” foi decisivo para que sistemas de captação coletiva de recursos pudessem ser operacionalizados em escala global e de forma instantânea. Davies (2002, p. 649-683), cuja obra narra o surgimento e a evolução do sistema

¹⁵ A influência dos *National War Bonds* foi tamanha que há autores que dizem que os quatro grandes vencedores das Guerras Mundiais não foram os Estados Unidos, a Inglaterra, a França e a União Soviética, mas as instituições financeiras: Barclays, Lloyds, Midland, National Provincial e Westminster (DAVIES, 2002, p. 384).

financeiro, pontua a relevância das inovações tecnológicas e compara o advento das transferências eletrônicas de recursos à substituição das moedas metálicas pela impressão de papel-moeda:

Technical improvements in media of exchange have been made for more than a millennium. Mostly they have been of a minor nature, but exceptionally there have been two major changes, the first at the end of the Middle Ages when the printing of paper money began to supplement the minting of coins, and the second in our own time when electronic money transfer was invented. [...] The first stimulated the rise of banking, while the second is opening the way towards universal and instantaneous money transfer in the global village of the twenty-first century. [...] Billions of fingers, at the touch of a button in a borderless world, will keep the august monetary authorities on their toes, as new definitions of money, of monetary sovereignty and control will be dictated by the as yet unknown demands of the electronic age¹⁶.

É justamente esse (isto é, o advento da internet e do “meio digital”) o contexto inicial de surgimento do *crowdfunding*.

1.1.2 O advento da internet e a nova dinâmica de captação coletiva proposta pelo *crowdfunding*

Não seria exagero dizer que o surgimento da internet revolucionou a forma como as pessoas se relacionam e interagem. Além de viabilizar um amplo alcance às interações sociais (acessível a qualquer pessoa que utilizar a “rede”) e um dinamismo *quase instantâneo* no envio de comunicações e de declarações de vontade, foi diretamente responsável pela consolidação de novos padrões de comportamento em sociedade. Não por acaso se diz da transformação, ainda em curso, de uma sociedade industrial (*industrial society*) para a sociedade da informação (*information society*), e de uma economia industrial (*industrial economy*) para a economia do conhecimento (*knowledge economy*) (BERISHA-SHAQIRI, 2015, p. 73-74).

Essas transformações implicaram redefinições de conceitos, valores, comportamentos, assim como o surgimento de novas práticas, como o *crowdfunding*.

¹⁶ “Por mais de um milênio, foram promovidas melhorias técnicas nos meios de comunicação e troca de recursos. Em sua maioria, tinham alcance limitado, mas, excepcionalmente, houve duas grandes mudanças: a primeira no final da Idade Média, quando a impressão de papel-moeda passou a superar a cunhagem de moedas; e a segunda, mais recente, quando a transferência eletrônica de recursos foi inventada. [...] A primeira estimulou o surgimento dos bancos, ao passo que o segundo está abrindo caminho para a transferência instantânea e global de recursos no século XXI. [...] Bilhões de dedos, ao toque de um botão, em um mundo sem fronteiras, manterão as autoridades monetárias sob sua influência, assim como novas definições de dinheiro, de soberania monetária e de controle serão ditadas pelas exigências ainda desconhecidas da era eletrônica”. (Tradução nossa.)

Ainda que a ideia mais elementar de *crowdfunding* parta, conforme já afirmado, da noção de *captação coletiva de recursos*, o termo só veio a ser cunhado mais recentemente, em 2006 (BURKETT, 2011, p. 70).

Crowdfunding é um termo derivado da expressão *crowdsourcing*, utilizado para designar a reunião de esforços práticos ou intelectuais provenientes de uma pluralidade de pessoas para a execução de determinada tarefa. Os maiores exemplos de aplicação prática do *crowdsourcing* são o *Wikipédia*, sítio eletrônico sustentado por contribuições intelectuais de seus usuários, e o *Linux*, sistema operacional de computador editável (*open source*), mantido por regulares alterações promovidas por usuários (BRADFORD, 2012, p. 27-29).

O conceito tem aplicação na seara empresarial. Observa-se, há algum tempo, o movimento de sociedades que buscam descentralizar e terceirizar parte de suas produções para determinados países, visando obter vantagens comparativas (mão de obra mais barata, legislação mais flexível, insumos abundantes, dentre outros). Com o advento da internet, contudo, houve modificações nessa dinâmica:

[f]or the last decade or so, companies have been looking overseas, to India or China, for cheap labor. But now it doesn't matter where the laborers are – they might be down the block, they might be in Indonesia – as long as they are connected to the network (FISHER, 2010, p. 118)¹⁷.

O contexto ilustrado tanto é assertivo para o *crowdsourcing* como para seu derivado, *crowdfunding*. Restou claro que à noção elementar de *captação coletiva de recursos* outros aspectos devem ser incorporados para que o termo *crowdfunding* alcance significado particular. Nesse sentido, a observância da forma como o mesmo funciona permite inferir que seu desenvolvimento está diretamente associado à

¹⁷ “[...] por volta da última década, sociedades empresárias buscaram no exterior, em geral na Índia e na China, mão de obra barata. Contudo, agora não mais importa onde os trabalhadores se encontram – eles podem estar no bairro ou podem estar na Indonésia – desde que estejam conectados na rede”. (Tradução nossa.)

internet¹⁸ e à presença de intermediários específicos que visam, ao menos, conectar empreendedores e investidores por meio de sítios eletrônicos (plataformas).¹⁹

A inferência é natural. Com o advento da internet, simplificou-se o processo de busca por recursos financeiros. Investidores puderam ter rápido acesso, de sua própria casa ou escritório, a informações de projetos das mais diferentes naturezas e oriundos dos mais diversos locais e, em poucos cliques, estavam aptos a transferir recursos para o desenvolvimento dessas iniciativas. Por outro lado, empreendedores puderam se valer da internet e das redes sociais para divulgar suas ideias e alcançar eventuais apoiadores dessas iniciativas²⁰. Além de simplificado, desenvolveu-se processo de conexão e interação com baixo custo envolvido (BURKETT, 2011, p. 70).

O primeiro processo de captação coletiva de recursos viabilizado com o advento da internet de que se tem registro foi a campanha feita pela banda britânica Marillion aos seus fãs, em 1997, para financiar o desenvolvimento de um álbum e a realização de uma turnê de shows (HEMER, 2011, p. 01). Já a primeira plataforma de *crowdfunding* especificamente desenvolvida para permitir a interação *online* entre empreendedores em busca de crédito e investidores interessados em aportar recursos foi o *ArtistShare*. Em 2003, Brian Camelio, músico residente em Boston, desenvolveu o primeiro sítio eletrônico destinado a viabilizar a realização de doações em favor de

¹⁸ Reconhecendo a imprescindibilidade da operacionalização via internet para qualificação do *crowdfunding*, a Comissão Europeia (2013) assim se manifestou sobre o tema: “*Crowdfunding* is an emerging alternative form of financing that connects directly those who can give, lend or invest money with those who need financing for a specific project. While calls for funds to the public are not new, the phenomenon of using the internet to directly connect with funders emerged recently” (“*Crowdfunding* é uma forma alternativa e emergente de financiamento que conecta diretamente aqueles que podem emprestar ou investir recursos com aqueles que carecem de capitalização para um projeto específico. Enquanto a busca por fundos junto ao público não é uma estratégia nova, o fenômeno da utilização da internet para se conectar diretamente com possíveis investidores surgiu recentemente.” (Tradução nossa.)

¹⁹ Para alguns autores, a presença de intermediários responsáveis por operacionalizar as plataformas de *crowdfunding* constitui elemento essencial de definição e de distinção do *crowdfunding* em face das demais formas de captação coletiva de recursos. Nesse sentido, Ying (2015, p. 4) salienta: “The same idea is behind any public fund-raising, be it a charity event to help tsunami victims in Indonesia or an initial public offering of shares in Alibaba. The main difference between *crowdfunding* and traditional forms of public fundraising is the way funds are raised. *Crowdfunding* involves the use of *crowdfunding* platforms, i.e., websites which connect investors and fundraisers.” (“A mesma ideia está por trás de qualquer captação coletiva de recursos, seja para um evento de caridade para ajudar vítimas do tsunami na Indonésia, seja para uma IPO do Alibaba. A principal diferença entre o *crowdfunding* e as demais formas de captação coletiva de recursos é a maneira como os fundos são arrecadados. O *crowdfunding* envolve o uso de plataformas, ou seja, websites que conectam investidores e empreendedores.” (Tradução nossa.)

²⁰ O acesso de empreendedores a possíveis investidores e apoiadores foi bastante estimulado pelo surgimento das redes sociais, mediante as quais podem interagir e compartilhar informações de forma instantânea (INGRAM; TEIGLAND, 2013, p. 17).

músicos que pretendessem promover shows e projetos musicais (FREEDMAN; NUTTING, 2015, p. 1).

Não bastasse o pioneirismo da *ArtistShare*, foi da referida plataforma a primeira grande repercussão em termos de projetos viabilizados pelo *crowdpower* (poder da multidão). Em 2004, Maria Schneider divulgou o projeto *Concert in a Garden* na plataforma *ArtistShare*, visando obter recursos dos usuários da *website* para gravar seu álbum de jazz. A divulgação foi exitosa e, um ano mais tarde, o mesmo álbum que foi viabilizado pelas contribuições dos usuários do *ArtistShare* ganhou o *Grammy Award* como melhor álbum de jazz (FREEDMAN; NUTTING, 2016, p. 1).

Logo, outras plataformas de *crowdfunding* foram desenvolvidas, tais como a *Indiegogo*, a *GoFundMe* e a *Kickstarter*, três das mais populares dos Estados Unidos da América. No início, o *crowdfunding* esteve associado à promoção de doações e a simples trocas comerciais (em geral, tratadas como “recompensas” ou *thank you gifts*, que nada mais são que contratos de compra e venda de bens e contratos de prestação de serviços com prazo diferido para seu respectivo cumprimento ²¹) (BRIGADÃO, 2016). Rapidamente, todavia, o *crowdfunding* passou a ser também utilizado como meio para impulsionar projetos de empreendedores interessados em remunerar seus investidores, seja mediante negociação de títulos de dívida (mútuo), seja de títulos representativos de participação societária. Surgiram até mesmo plataformas específicas para promoção de negócios dessa natureza, como o *Crowdcube* e o *LendingClub* a partir de 2005 (FREEDMAN; NUTTING, 2016, p. 3-5).

Uma das primeiras experiências que se relacionam, em certa medida, com a prática do *crowdfunding* baseado na remuneração do investidor (no caso, mediante a obtenção de títulos representativos de propriedade de sociedade empresária) foi articulada por Michael Migliozi e Brian Flatow. Ambos desenvolveram o sítio eletrônico *BuyABeerCompany.com* em 2008, por meio do qual apresentaram e ofertaram ao público projeto de empreendimento voltado para a aquisição de participação societária da *Pabst Blue Ribbon*, sociedade empresária destinada à produção e distribuição de bebidas alcoólicas nos Estados Unidos da América. Naquela oportunidade, arrecadaram

²¹ Duas das maiores campanhas de arrecadação realizadas a partir das plataformas de *crowdfunding*, reveladoras do potencial da nova proposta, foi o *Pebble Smart Watch*, um relógio de pulso conectado a aparelhos celulares via wireless e o *Cooler Cooler*, sistema de refrigeração móvel que reunia funcionalidades como speakers para som ambiente, carregadores para celular e utensílios para picnic. A primeira campanha conseguiu captar, em apenas 02 meses, US\$ 10.266.845,00 de 68.929 investidores, ao passo que a segunda conseguiu captar US\$ 13.285.000,00 de 62.000 investidores (FREEDMAN; NUTTING, 2016, p. 02).

investimentos individuais de US\$ 40,00 junto aos investidores, oferecendo, em troca, titularidade sobre certificados representativos do capital social da *Pabst Blue Ribbon*²². O resultado final da captação pública realizada foi a arrecadação de US\$ 200.000,00 (duzentos mil dólares) junto a aproximadamente 5.000 (cinco mil) investidores em menos de um mês (FINK, 2012).

A popularidade de plataformas de *crowdfunding* cuja proposta era a remuneração de investidores foi tamanha que atraiu investidores institucionais, como companhias seguradoras e fundos de pensão. Não tardou para que o governo norte-americano, país em que a arrecadação foi realizada, manifestasse a necessidade de regulação da atividade (FREEDMAN; NUTTING, 2016, p. 5-6). Logo em 2011, propôs-se uma alteração no *Securities Act of 1933*, a Lei do mercado de *securities* do país. No episódio, o legislador norte-americano entendeu por bem restringir a aquisição de *securities* com base nas plataformas de *crowdfunding* a investidores institucionais (*accredited investors*).

A restrição foi afastada em 2016, com a entrada em vigor do *Title III* do *JOBS Act (Jumpstart Our Business Startup)* pela Securities and Exchange Commission (SEC). Na alteração legislativa, proposta desde 2012, estabeleceu-se que os investimentos realizados com base nas plataformas de *crowdfunding* poderiam ser feitos por quaisquer pessoas, e não exclusivamente por investidores institucionais (FREEDMAN; NUTTING, 2016, p. 6-7)²³.

No Brasil, a primeira plataforma de *crowdfunding* voltada para a remuneração do investidor foi a Fairplace, em 2009. Sua proposta era promover e viabilizar transações de empréstimo de recursos financeiros entre empreendedores e investidores. No mesmo ano, contudo, o Banco Central determinou a inativação da plataforma por entender que

²² O sucesso obtido com a operação mediante a veiculação de certificados representativos de patrimônio despertou o interesse da Securities and Exchange Commission (SEC), agência reguladora do mercado de capitais norte-americano. Era a primeira vez que o *crowdfunding* tornava-se objeto específico de análise governamental. A atuação feita pela SEC pautou-se no entendimento de que os títulos comercializados por Migliozi e Flatow poderiam ser qualificados como *securities* e, nessas condições, deveriam se submeter à regulação específica. Se a captação coletiva de recursos para fins de doação já era algo praticado há algum tempo, a captação de recursos *online* pautada no retorno financeiro daquele que investia seus recursos era algo inédito (SEC, 2011).

²³ Embora o desenvolvimento e a interface regulatória do *crowdfunding* tenham sido observados, num primeiro momento, nos Estados Unidos da América, outros países também de destacaram por já terem recepcionado a atividade em sua prática comercial e, até mesmo, em seu ordenamento jurídico mediante previsão legal específica. São os casos do Reino Unido, da Espanha, da França, da Itália (KRUGER; BELAID, 2014), da China (ZHANG *et al.*, 2014) e de Singapura (YING, 2015).

operações dessa natureza devem ser intermediadas por instituições financeiras, assim definidas pelo art. 17 da Lei n. 4.595/1964²⁴.

Em 2011, surgiram as plataformas de *crowdfunding* Catarse, Benfeitoria e a Vakinha.com.br. Todas compartilhavam viés sociocultural, restringindo-se a trabalhar com pequenas doações e contribuições. Em 2013, surgiu a primeira plataforma de *crowdfunding* destinada a aproximar empreendedores e investidores interessados em adquirir títulos de dívida ou de participação societária em sociedades empresárias: a *Broota*. Dois anos mais tarde, foram criadas as plataformas *Eqseed* e *StartMeUp*, completando a tríade de plataformas que lidam com valores mobiliários atualmente em operação no mercado brasileiro.²⁵

Desde o caso *Fairplace*, o Estado brasileiro demonstra estar acompanhando a evolução do *crowdfunding* e a eventual necessidade de intervenção no domínio econômico para regular a atividade²⁶. Isso é particularmente importante em operações que permitem a remuneração financeira dos investidores. Afinal, as atividades envolvidas na remuneração financeira de investidores, seja no mercado de crédito bancário, seja de valores mobiliários, são objeto de regulação específica pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), respectivamente.

No caso *Fairplace*, a decisão do Banco Central foi de interromper as atividades até então praticadas e inativar a plataforma. Em relação às operações materializadas no *crowdfunding* envolvendo valores mobiliários, a CVM publicou o Edital de Audiência

²⁴ Por meio do Parecer Jurídico n. 60/2014-BCB/PGBC (BANCO CENTRAL, 2014), o Banco Central concluiu, no caso *Fairplace*, que: “(a) pode ser caracterizada como intermediação financeira de que trata o *caput* do art. 17 da Lei n. 4.595, de 1964, a qual constitui atividade privativa de instituição financeira; (b) subsume-se à norma do § 7º do art. 44 da Lei n. 4.595, de 1964, em virtude de a *Fairplace*, ao realizar intermediação financeira, por meio de sítio da internet, com o volume e a frequência descritas, atuar como instituição financeira, sem estar devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil; e (c) autoriza, se confirmada pelo componente técnico a suficiência do conjunto probatório, a aplicação da multa de que trata o inciso II do art. 44 da Lei n. 4.595, de 1964” (BANCO CENTRAL, 2014). Não obstante esse fato, já se pode observar operações sendo desenvolvidas em plataformas de *crowdfunding* com a mesma proposta da *Fairplace*, como a plataforma Biva. Para se furta à regulação do Banco Central, o titular desse sítio eletrônico se coloca como “correspondente bancário”, nos termos da Resolução CMN n. 3.954/2011 (BANCO CENTRAL, 2011), diretamente vinculado à instituição financeira autorizada a atuar pelo próprio Banco Central (no caso, trata-se da Socinal Crédito, Financiamento e Investimento S.A.).

²⁵ Além da *Broota*, da *Eqseed* e da *Startmeup*, havia outra plataforma de *equity crowdfunding* disponível no Brasil. Trata-se da plataforma *EuSócio* que, por ter sido desativada em 2016, não foi objeto de análise nesta pesquisa.

²⁶ O monitoramento do *crowdfunding* pelo Estado brasileiro foi alvo de projeto de lei específico. O PL n. 6.590/2013 (BRASIL, 2013), de autoria do deputado Otávio Leite (PSDB/RJ), destina-se a estabelecer “diretrizes para a atuação de empresas em investimento coletivo (*crowdfunding*), organizadas em sítio próprio na rede mundial dos computadores – internet”. Atualmente, o projeto de lei encontra-se arquivado.

Pública SDM n. 06/2016, que serviu de referência para a recente publicação da Instrução Normativa CVM n. 588/2017. Desde então, o órgão regulador oferece tratamento específico para

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.

O interesse que a atividade despertou no legislador brasileiro deve-se não somente à interface regulatória enfrentada por algumas de suas modalidades, mas especialmente à relevância econômica que a acompanha. De acordo com o *Massolution Crowdfunding Report*, o *crowdfunding* movimentou cerca de US\$ 34 bilhões em 2015 (MASSOLUTION, 2015), superando o montante de capital investido no setor de Venture Capital (VC), equivalente a US\$ 30 bilhões no mesmo ano (BARNETT, 2015). Até 2025, o Banco Mundial estima que o *crowdfunding* alcançará as cifras de US\$ 96 bilhões, quase o triplo dos números atuais (BANCO MUNDIAL, 2013; MASSOLUTION, 2015)²⁷.

Certamente, o alcance social, a relevância econômico-jurídica e o próprio surgimento do *crowdfunding* decorrem diretamente da nova dinâmica impressa sobre as captações coletivas de recursos com o advento da internet.

1.2 Do *crowdfunding*

Descritos o contexto de surgimento e seus antecedentes históricos, cumpre refletir mais precisamente sobre os elementos que caracterizam o *crowdfunding*, seu funcionamento, suas espécies/modalidades e os negócios jurídicos que o compõem.

Esse é, sem dúvida, um dos maiores desafios enfrentados na execução da pesquisa. Poucos são os autores de trabalhos acadêmicos preocupados em investigar o funcionamento prático das plataformas de *crowdfunding* e, somente a partir dessa análise, delinear, com alguma precisão e coerência, as formas como o *crowdfunding* é operacionalizado no mercado. Passível de erro é a análise não respaldada na realidade fática (VIVANTE, 1922, p. ix-x).

²⁷ Em operações individuais, a relevância econômica é também notória. A campanha divulgada por meio de plataforma de *crowdfunding* de maior arrecadação foi o desenvolvimento do jogo *Star Citizen*. Originalmente, era requerido investimento de US\$ 500.000,00; ao final da divulgação, foram arrecadados US\$ 87 milhões em poucos meses de divulgação (ALVES, 2015).

Associado a isso, importa frisar que a noção de *crowdfunding* provém do domínio econômico e é nitidamente polissêmica, empregada em diversos sentidos e contextos, como será descrito adiante. Por certo, não pode ser automaticamente assumida para fins de enquadramento jurídico.

Nesse sentido, nesta pesquisa dedicou-se razoável parte de seu cronograma à compreensão da forma como operam as plataformas de *crowdfunding*, à identificação dos agentes e interesses envolvidos e à análise dos negócios jurídicos celebrados por seu intermédio. Mediante estudo pautado pelo método jurídico-descritivo e jurídico-exploratório, na análise buscou-se validação na prática mercantil.

Esse estudo favorece o necessário alinhamento entre o que se observa da realidade e a discussão de enquadramento jurídico. Mais que isso, mostra ser um estudo cogente ao desenvolvimento da pesquisa, uma vez que a análise sobre o funcionamento do *crowdfunding* revelou a diversidade de operações ali desenvolvidas e, por conseguinte, a possibilidade de tratamento jurídico diverso para cada uma dessas situações.

1.2.1 Conceito e enquadramento jurídico: o *crowdfunding* como atividade

Crowdfunding é expressão derivada da língua inglesa que significa, com base na tradução etimológica das palavras que a formam, “financiamento coletivo”. Contudo, a utilização da palavra “financiamento” para se referir ao *crowdfunding* mostra-se inadequada. Na qualidade de espécie de mútuo com finalidade específica (conforme item n. 1.6.1.2 da Circular Bacen n. 1.273/1987²⁸), a figura do *financiamento* não se mostra adequada para abarcar todos os negócios jurídicos abrangidos pelo *crowdfunding*, a envolver desde doações a negócios de compra e venda.

O termo é comumente utilizado de forma polissêmica, por vezes associado a usos de linguagem de áreas de conhecimento diversas entre si, como economia, direito e sociologia. A palavra pode ser encontrada designando o mercado em si (ambiente por meio do qual se realizam as trocas econômicas), negócios jurídicos específicos (doação, promessa de recompensa, empréstimo e comercialização de participação societária), os sítios eletrônicos com base nos quais são realizados os negócios jurídicos (conjunto de

²⁸ "Os financiamentos são as operações realizadas com destinação específica, vinculadas à comprovação da aplicação dos recursos. São exemplos os financiamentos de parques industriais, máquinas e equipamentos, bens de consumo durável, rurais e imobiliários" (BACEN, 1987).

hipertextos acessíveis pela internet), as plataformas digitais (software com a adição de servidor de internet, linguagem de programação, banco de dados e outros elementos) e os sujeitos de direito (empresário, sociedade empresária e empresa individual de responsabilidade limitada) que exercem a empresa e que são responsáveis pela disponibilização das plataformas.

Essa variedade de *usos* do termo *crowdfunding* tem levado à tentativa, incongruente com o ordenamento jurídico brasileiro e com que se observa de seu funcionamento prático, de conceber o termo *crowdfunding* como uma *expressão guarda-chuva (umbrella term)*, que englobaria o mercado, os negócios jurídicos, os sítios eletrônicos, as plataformas digitais, os sujeitos, os produtos e os serviços disponibilizados pela internet (AHLERS *et al.*, 2012).

A estratégia se mostra juridicamente inadequada, eis que mercado, negócio jurídico, dados, informações, sujeitos, bens e direitos têm regimes jurídicos próprios. São, evidentemente, tipos jurídicos que não comportam a amplitude a que se pretende dar à palavra *crowdfunding*.

Assim, por exemplo, não se mostra juridicamente adequado usar o termo *crowdfunding* para designá-lo como um novo segmento do mercado, pois abrange atividades que já são objeto de mercados próprios, como o mercado de bens e serviços. Alguns segmentos de mercado abrangidos pelo *crowdfunding* são objeto de regulação estatal, como o mercado financeiro e o mercado de valores mobiliários.

Faz-se igualmente incongruente, do ponto de vista do ordenamento jurídico vigente, utilizar o termo *crowdfunding* para designar os sujeitos titulares de direitos sobre as plataformas de *crowdfunding*, uma vez que, em substância, serão empresários individuais, sociedades empresárias ou empresas individuais empresárias de responsabilidade limitada; categorias já disciplinadas pelo legislador brasileiro.

Não se pode olvidar da dificuldade de se alcançar uma conceituação hermética ou um enquadramento jurídico claramente delimitado de uma figura polissêmica como o *crowdfunding*. Conquanto a intenção neste tópico não seja alcançar um conceito particular, mas tão somente identificar as formas de atuação e práticas comerciais associadas ao *crowdfunding*, entendeu-se necessário promover algum refinamento quanto aos possíveis sentidos que o termo pode comportar.

Por esse motivo, a pesquisa pautou-se pelo exercício reflexivo sobre as principais categorias jurídicas existentes, visando trazer elementos que possam sugerir e subsidiar inferências sobre seu regime jurídico. Dentre as categorias jurídicas gerais,

foram encampadas nesta pesquisa *sujeitos, direitos, deveres, obrigações, bens, fatos, atos, atividade, negócio jurídico, instituto jurídico e relação jurídica*.

A convivência social motiva os *sujeitos* a se vincularem com seus pares para saciar suas necessidades e interesses. Esses vínculos dão origem a relações de troca, as quais, caso previstas em ordenamentos normativos, são reconhecidas como *relações jurídicas*. Em dadas relações, os sujeitos dispõem de *direitos* em face de outros; noutras, estão sujeitos a *deveres* e *obrigações*. Enquanto os *direitos* materializam um poder-fazer sobre um bem que é oponible a outrem, o *dever* obriga seu titular a se sujeitar a esse poder-fazer (NADER, 2010, p. 317-324).

Direitos e deveres pressupõem a existência de *fatos jurídicos*, acontecimentos especificamente regulados pela norma e compreendidos como as “molas do intercâmbio jurídico” (NADER, 2010, p. 317-318). Esses *fatos jurídicos* são acontecimentos previstos em lei suscetíveis a criar, modificar ou extinguir direitos (GOMES, 2004, p. 27). É da repercussão na esfera jurídica – eis que a ocorrência de determinado *fato* tem seus efeitos previstos pela lei – que o *fato* se torna apto a criar uma *relação jurídica* (PEREIRA, 2012, p. 381). Note-se que o fato em si não é apto a gerar efeitos jurídicos, prescindindo, pois, de uma *declaração* prévia do ordenamento jurídico vigente atributiva de efeitos a determinado acontecimento. Sem essa expressa previsão na lei, “o fato não gera a relação jurídica nem tampouco o direito subjetivo; sem o acontecimento, a declaração da lei permanece em estado de mera potencialidade” (PEREIRA, 2012, p. 381).

Em geral, os *fatos jurídicos* podem ser classificados em fatos jurídicos *voluntários* ou *naturais* a depender de decorrerem da vontade humana ou não, respectivamente. Estes se desenrolam à revelia de qualquer intenção ou ato dos sujeitos ao passo que aqueles pressupõem condutas comissivas ora em consonância com a lei (*atos jurídicos*), ora em sua contraposição (*atos ilícitos*). Embora os *atos ilícitos* consistam em declarações de vontade (fatos jurídicos decorrentes da vontade dos sujeitos) que se materializam na violação de alguma norma preexistente – ensejando deveres, responsabilidade civil –, os *atos jurídicos* são declarações de vontade com a finalidade e aptidão de produzir efeitos abrigados na lei (PEREIRA, 2012, p. 381-401).

Os *atos jurídicos* se subdividem em *ato jurídico stricto sensu* e *negócio jurídico*. O primeiro configura-se pela “realização da vontade” e seus efeitos decorrem diretamente da lei, enquanto o negócio jurídico caracteriza-se pela “declaração de vontade” e seus efeitos decorrem de previsões constantes da própria declaração (NADER, 2010, p. 331-332).

O conjunto de *atos*, coordenados e unificados no plano funcional pela busca do mesmo escopo constitui a *atividade* (SZTAJN, 2006, p. 194-195). É imprescindível que os atos sejam concatenados e submetidos a uma finalidade comum para que se reconheça a existência de uma *atividade*. A transubstanciação da prática de atos em prática de atividade está condicionada a condutas reiteradas, de forma organizada e padronizadas, dirigidas à finalidade comum e marcadas pelo estabelecimento de relações interdependentes em torno da atividade (MACHADO, 1977, p. 1-29). Embora seja formada por atos coordenados, a atividade aproveita de regime jurídico próprio em relação a estes; basta observar, nesse sentido, que a vedação legal ao exercício de determinada atividade não acarreta, necessariamente, a nulidade dos atos praticados (SZTAJN, 2006, p. 198). É, pois, categoria autônoma do Direito.

Os *atos jurídicos* (e, em especial, os *negócios jurídicos*) compõem-se de *obrigações*, assim entendidos os vínculos jurídicos de natureza pessoal em virtude dos quais um sujeito fica adstrito a satisfazer uma prestação patrimonial em proveito de outro²⁹ (GOMES, 2004, p. 15). São marcadas por relação jurídica em que as partes contrapõem direitos e deveres, conciliando um dever de prestar a um direito de crédito. O conteúdo de uma *obrigação* se resume no poder de o credor exigir a prestação e na necessidade de o devedor prestá-la (GOMES, 2004, p. 15-27).

Além de *obrigações*, os *atos jurídicos* são também compostos por *direitos*, compreendidos como prerrogativas atribuídas aos sujeitos para que possam alcançar bens, materiais ou imateriais, convenientes ou necessários ao seu desenvolvimento. Consubstanciam instrumentos de agir e de exigir aquilo que o ordenamento jurídico atribui a alguém como próprio (NADER, 2010, p. 307). Constituem categoria de difícil delimitação, haja vista que são utilizados com várias acepções. As mais usuais são *direito positivo*, *direito subjetivo* e *direito objetivo*. A primeira dessas abrange o conjunto de regras e princípios jurídicos expressos que são aplicáveis a determinado grupo de pessoas em dado período histórico. A segunda (*direito subjetivo*), a seu turno, encampa o poder de ação contido em cada norma à disposição dos sujeitos a quem a mesma se destina.

²⁹ Há que se distinguir, nesse íterim, as *obrigações* de algumas categorias comumente utilizadas com sentidos próximos: *sujeição*, entendida como a necessidade de o indivíduo suportar as consequências jurídicas do exercício regular de um direito potestativo; *dever jurídico*, entendido como a necessidade de todo indivíduo observar as ordens ou comandos do ordenamento jurídico sob pena de incorrer em sanção; e *ônus*, assumido como a necessidade de agir de certo modo para tutela de interesse próprio (GOMES, 2004, p. 15-27).

Finalmente, *direito objetivo* reflete o comando estatal ou a norma prevista pelo poder público para regular as relações sociais (PEREIRA, 2012, p. 3-11).

Direitos são exercidos sobre *bens*. *Bens*, em sentido jurídico, são objetos sobre os quais são exercidos *direitos* (RAÓ, 2004, p. 835). Mais precisamente, correspondem a objetos de natureza patrimonial tutelados pelo ordenamento jurídico³⁰. São assim considerados por serem suscetíveis de apropriação e não possuírem vontade própria³¹. Em distinção natural em face dos bens, *coisas* abrangem tão somente os bens materiais (corpóreos), ao passo que *patrimônio* compreende o complexo, uno e indivisível, de relações jurídicas apreciáveis economicamente de titularidade de determinado sujeito (PEREIRA, 2012, p. 3-11)

Os *sujeitos* são o cerne de toda a dinâmica jurídica. O permanente objetivo do Direito é bem tutelar o ser humano, seus valores e seus interesses em dado momento histórico. *Sujeitos*, na acepção jurídica, nada mais são que pessoas, físicas ou jurídicas, dotadas de direitos e deveres que a ordem jurídica vigente reconhece (NADER, 2010, p. 287-288).

Sujeitos (ativo e passivo), fatos, direitos, deveres, obrigações e objeto (bens) constituem elementos da *relação jurídica*. Trata-se de “ponto de convergência” de várias categorias jurídicas gerais, ora tratadas (NADER, 2010, p. 297). São definidas como vínculos existentes ou assumidos entre sujeitos, por meio dos quais um destes pode exigir algo de outro que a isto se encontra obrigado (PANIAGUA, 1976, p. 69), desde que, naturalmente, referido vínculo se subsuma ao modelo normativo previsto pelo legislador (REALE, 1976, p. 211). São reguladas, em geral, pela *ordem jurídica*, ao passo que relações jurídicas específicas são reguladas por *institutos jurídicos*, assim entendido o conjunto de normas jurídicas designado para reger determinada relação social (NADER, 2010, p. 84). Afinal, as normas não estão esparsas no ordenamento jurídico, mas, ao gosto do legislador, obedecem a nexos lógicos que aglomeram e justapõem regras dirigidas a finalidades comuns (RAÓ, 2004, p. 252). É do conjunto de *institutos jurídicos* que se formam os diversos ramos jurídicos existentes.

³⁰ Por determinação legal (art. 83 do Código Civil de 2002), há de se mencionar que os direitos reais sobre os objetos móveis e os direitos pessoais de caráter patrimonial equiparam-se aos bens móveis para efeitos legais, embora não compartilhem a natureza jurídica de bens propriamente dita (BRASIL, 2002).

³¹ Não obstante isso, o legislador prevê que alguns conjuntos de bens, dada sua caracterização e finalidade unitária específica, deverão possuir uma valoração jurídica destacada. É o caso fundações, por exemplo, para as quais a lei concede personalidade jurídica própria, e o caso do estabelecimento comercial que, na condição de universalidade de bens ou conjunto unitário destinado a finalidade específica, é tratado como objeto ou substrato único de direitos (PEREIRA, 2012, p. 3-11).

Sujeitos, direitos, deveres, obrigações, bens, fatos, atos, atividades, negócio jurídico, instituto jurídico e relação jurídica são categorias gerais do Direito que fazem parte da dinâmica de *interação social*, imanente à condição humana, e o *crowdfunding* faz parte dessa dinâmica.

Aos olhos de um usuário comum, o *crowdfunding* aparece como uma *website* (sítio eletrônico), acessível, naturalmente, pela internet (comumente tratada como “plataforma de *crowdfunding*”). É, em termos técnicos, um conjunto de “páginas” ou de informações coordenadas e posicionadas em documentos eletrônicos na forma de textos, palavras, imagens ou sons. É representado por um código alfanumérico destinado à identificação de conjuntos (ou bancos) de mensagens e informações específicas (FERNANDES, 2012, p. 12).

Na realidade, porém, a *website* ou o sítio eletrônico são *meios* por intermédio dos quais o *crowdfunding* se desenvolve. Não se nega, aqui, a relevância da operacionalização via internet para a qualificação do *crowdfunding*, conforme já delineado. Contudo, entende-se inadequado atrelar seu significado à forma pela qual é realizado.

Na prática, a despeito das diferentes modalidades de negócios jurídicos viabilizados por seu intermédio, as plataformas de *crowdfunding* apresentam funcionamento padronizado. Alicerça-se, em geral, em estrutura tripartite, envolvendo três sujeitos principais: (i) o empreendedor ou a sociedade empresária interessada em captar recursos para determinado projeto; (ii) o intermediário ou o titular da plataforma de *crowdfunding*, responsável por administrar e disponibilizar o sítio eletrônico por meio do qual os recursos são captados e por intermédio da qual empreendedores e investidores negociam e interagem; e (iii) os investidores interessados em contribuir com recursos financeiros para determinados projetos (BRIGADÃO, 2016).

O empreendedor que pretende coletar publicamente recursos financeiros formaliza a sua demanda por recursos por meio da plataforma, indicando a destinação dos valores a serem captados e a contraprestação que, se aplicável, ofertará em troca da disponibilização dos recursos financeiros. Potenciais investidores interessados na oferta investem sua poupança até o limite do valor requisitado. O sujeito titular do sítio eletrônico, a seu turno, disponibiliza a infraestrutura técnica para a interação entre investidor e empreendedor, para a formalização dos instrumentos contratuais e para a transferência de fundos (AHLERS *et al*, 2012).

Com base nessa descrição, a associação do *crowdfunding* como “mecanismo” ou “sistema” de aproximação de empreendedores e apoiadores, como se tem observado em trabalhos já elaborados sobre o tema (MARTINS; SILVA, 2014, p. 21; FREEDMAN, NURRING, 2015, p. 1; AHLERS *et al.*, 2012, p. 1), também não parece ser a mais adequada; sobretudo em termos jurídicos. “Mecanismos” ou “sistemas” não constituem categorias jurídicas particulares, restando, ainda, nebuloso o eventual regime jurídico a que o *crowdfunding* e as formas por meio das quais é operacionalizado no mercado poderiam se subsumir, aí incluídos os princípios e regras conformadores da prática social observada.

A despeito da existência de iniciativas do legislador para disciplina jurídica de algumas das atividades, categorias e práticas comumente associadas ao termo *crowdfunding* (como no caso da IN CVM n. 588/2017 e, até mesmo, dos Projetos de Lei n. 6.590/2013/ n. 2.862/2015, a serem discutidos adiante), não se pode dizer de uma categoria jurídica geral claramente delineada³². No mesmo caminho, as obras bibliográficas coletadas ou demonstram o olhar despreocupado em face da delimitação do regime jurídico do *crowdfunding*, ou refletem as incertezas e as dificuldades que a temática envolve.

Certo é que a proposta de investigação do enquadramento jurídico do *crowdfunding* e de seus *usos* no mercado não teria outro ponto de partida que não as categorias gerais do Direito existentes, acima delineadas.

A dinâmica observada nas práticas abrangidas pelo *crowdfunding* permite identificar *sujeitos, direitos, deveres, obrigações, bens, atos e relações jurídicas* que atuam ou se constituem por meio das plataformas. Empreendedores, titulares das plataformas e investidores estabelecem relações jurídicas materializadas por direitos,

³² Ressalve-se, contudo, que a atividade específica da plataforma de *crowdfunding* já teve seus contornos delimitados juridicamente. Sem se referir aos projetos de lei sobre o assunto, referenciados neste capítulo, identificou-se um único precedente que buscou definir a natureza jurídica das plataformas de *crowdfunding*. Trata-se de decisão proferida pelo Tribunal Superior Eleitoral (TSE) em resposta à consulta formulada pelo deputado Jean Wyllys sobre a possibilidade de captação de recursos para campanha eleitoral por meio do *crowdfunding*. Em resposta, o TSE considerou as plataformas de *crowdfunding* como agentes que prestam serviços de intermediação – item 10 da Lista de Serviços anexa à Lei Complementar 116/2003 (BRASIL, 2003) –, sob os seguintes termos: “As técnicas e serviços de financiamento coletivo (*crowdfunding*), como se vê do segundo questionamento formulado, envolvem a figura de um organizador, ou seja, uma pessoa jurídica ou física, que é responsável pela arrecadação e posterior repasse dos valores recebidos ao financiado. Tais serviços podem ser realizados gratuitamente, mas, geralmente, são remunerados em percentuais relevantes. Assim, admitir a adoção de um intermediário para a arrecadação de recursos que possa, ainda que em tese, ser remunerado pelos valores que vierem a ser captados seria desvirtuar o próprio conceito da doação eleitoral” (BRASIL, TSE, 2014).

deveres e obrigações atinentes ao aporte de recursos realizado em projetos divulgados nos sítios eletrônicos.

Nesse sentido, investidores devem realizar aporte de recursos financeiros a tempo e modo, o que lhes garante o direito de receber algo em troca (quando aplicável) e/ou de ter informações regulares sobre o desenvolvimento do projeto. Essas relações são consignadas por meio de contratos (*atos jurídicos*) celebrados entre o titular da plataforma e o empreendedor que divulgará seu projeto, e entre este e o apoiador interessado em investir no projeto divulgado³³.

Embora quaisquer dessas relações contratuais sejam regidas pelo ordenamento jurídico, não há que se dizer de uma relação jurídica específica tutelada em sede de *crowdfunding*, tampouco de um conjunto de normas ordenado (*instituto jurídico*) para regulá-la. Assim como abrange conjuntos de direitos, deveres e obrigações em sua dinâmica, o *crowdfunding* envolve relações jurídicas diversas entre os agentes participantes, não se mostrando adequado enquadrá-lo especificamente em qualquer dessas categorias.

O mesmo se diga a respeito da eventual associação do *crowdfunding* com os sujeitos responsáveis pelo desenvolvimento da atividade e do sítio eletrônico por intermédio do qual será viabilizada a *interação social*. Conforme salientado, os sujeitos titulares de direitos sobre as plataformas de *crowdfunding* são, em substância, empresários individuais, sociedades empresárias ou empresas individuais de responsabilidade limitada; categorias já disciplinadas pelo legislador.

Conquanto se observe alguma incompatibilidade jurídica na tentativa de sistematizar o *crowdfunding* na categoria de *sujeito de direito, relação ou instituto jurídico específico, direitos, deveres e obrigações, bem ou ato jurídico*, a categoria de *atividade* parece oferecer substrato, coerente ao que se observa dos *usos* do *crowdfunding* no mercado, para seu enquadramento jurídico.

Ressalte-se que não foi possível identificar, nesta pesquisa, uma única atividade caracterizadora do *crowdfunding*. Na realidade, observou-se a existência de *usos* e práticas, distintos entre si, que são comumente assumidos e tratados como *crowdfunding*. Essas diferenças, embora impossibilitem o delineamento de uma atividade particular e

³³ Ressalte-se que, em determinadas plataformas, admite-se a constituição de sociedades de propósito específico (SPEs) entre as sociedades empresárias que buscam a captação e as sociedades empresárias responsáveis pela administração da plataforma. Nesse caso, os contratos celebrados com os investidores é estabelecido em nome e favor da SPE e não da sociedade captadora propriamente.

homogênea, não obstem sua caracterização como conjunto de atos concatenados que se destinam à finalidade comum de captação coletiva de recursos por meio da internet (SZTAJN, 2006, p. 195-198)³⁴.

1.2.2 Espécies e recorte metodológico da pesquisa

O *crowdfunding* é comumente segmentado com base nos negócios jurídicos celebrados. Em geral, encontram-se em funcionamento plataformas de *crowdfunding* cujo objeto é viabilizar negócios jurídicos de doação, compra e venda futura, mútuo e aquisição de valores mobiliários (respectivamente, *donation-based*; *reward-based*; *debt-based*; e *investment-based crowdfunding*).

A mera distinção com base nos negócios jurídicos encampados pelas plataformas já seria suficiente para ensejar o tratamento particular do *crowdfunding* em cada uma dessas hipóteses, eis que sujeitos a regimes jurídicos evidentemente diversos entre si. Em uma doação, por exemplo, o doador não poderá receber contraprestações financeiras por seu ato, mas tão somente impor encargos ou condições ao beneficiário. Por outro lado, compra e venda, mútuo e aquisição de valor mobiliário são negócios jurídicos que se m Por lado, diferentemente do mútuo e da aquisição de valor mobiliários, negócios de compra e venda não envolvem contraprestações de natureza financeira. São, portanto, evidentes e múltiplas as diferenças.

Essas distinções não se resumem, contudo, apenas aos negócios jurídicos viabilizados por intermédio das plataformas. As motivações e interesses envolvidos, as características pessoais dos investidores, o risco assumido nas operações e a própria relação estabelecida entre empreendedor e investidor variam a depender do tipo de plataforma utilizada (BRIGADÃO, 2016).

³⁴ Essas atividades são coordenadas e organizadas, em última medida, pela sociedade empresária que visa à captação de recursos. É ela que se responsabiliza por exercer a atividade empresária, nos termos do art. 966 do Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002), e que assume os riscos do empreendimento a ser desenvolvido. Por conseguinte, a prática do *crowdfunding*, marcada pelo exercício profissional e organizado de atividade econômica que justifica a captação, não pode ser atribuída diretamente a outro que não ao sujeito que busca obter recursos por intermédio das plataformas (DOLABELLA; SANTOS, 2015). Em verdade, a sociedade empresária captadora se vale da plataforma de *crowdfunding* para ter amplo acesso a investidores possivelmente interessados em aplicar seus recursos. Estas últimas são instrumentos, ainda que necessários, para viabilizar os investimentos. Nesse sentido, entende-se cabível assumir que as sociedades empresárias responsáveis pela disponibilização das plataformas são agentes intermediários e auxiliares à relação principal de investimento – estabelecida entre sociedade captadora e investidor.

Empreendedores e investidores decidem se aproximar e interagir na plataforma de *crowdfunding* com base em interesses diversos. Por vezes, o que os motiva é o acesso a produtos e serviços específicos, por vezes, interessa a obtenção de empréstimos com taxas de juros mais competitivas, por vezes, pretendem adquirir participação societária em empreendimentos empresariais de evidente potencial, por vezes, o que justifica seu investimento é um ato de caridade.

É cabível pressupor que, nas plataformas de *crowdfunding* dedicadas a operações de aquisição de valores mobiliários, a finalidade precípua do investimento é a troca onerosa de bens e/ou serviços (ou lucro). Essa, todavia, não é uma premissa válida para o caso das doações, em que prevalecem valores altruísticos e preferências pessoais. Naquelas, os investimentos para aquisição de valores mobiliários atingem cifras consideravelmente mais elevadas; nestas, são veiculados pequenos aportes de valores doados – por vezes, simbólicos (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 3-6).

As diferenças exigem do intérprete um olhar global sobre o *crowdfunding*, mas, igualmente, uma compreensão particularizada das segmentações apresentadas em razão dos diferentes *usos* e negócios jurídicos promovidos.

Essa percepção é premissa metodológica desta pesquisa. Como assinalado, o objetivo geral é analisar *em que medida e com base em quais premissas regulatórias* a prática de captação coletiva de recursos por meio da internet estaria sujeita à regulação da CVM. Porque nem todas as facetas atribuíveis ao *crowdfunding* tangenciam fronteiras regulatórias, o recorte metodológico da pesquisa é estratégia salutar e necessária.

Em primeira análise, apenas as plataformas de *crowdfunding* dedicadas a operações de mútuo e de formação e aumento de capital social estariam possivelmente sujeitas à regulação estatal, uma vez que abrangem atividades sujeitas a legislação específica e fiscalizadas por órgão especializado. Aquelas tangenciam atividade sujeita à regulação bancária, sob responsabilidade direta do Banco Central, ao passo que estas consubstanciam atividade submetida à regulação da CVM.

Todavia, o enfoque particularizado da pesquisa sobre a regulação a cargo da CVM delimita sua abrangência e expõe a estratégia metodológica que orienta as premissas teóricas. É dizer que apenas o *crowdfunding* materializado na oferta pública de valor mobiliário³⁵ é objeto de análise.

³⁵ De forma geral, a prática de captação coletiva de recursos pela Internet mediante emissão de valor mobiliário é vulgarmente tratada pela expressão *Equity Crowdfunding*. Todavia, à medida que a prática abrange a categoria de valores mobiliários, tal qual delimitada pelo art. 2º da Lei n.

1.2.3 Das formas de captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário: estudo de caso das plataformas Broota, Eqseed e Startmeup

O estudo sobre o funcionamento geral do *crowdfunding* assume notável importância nesta pesquisa. Como salientado, por envolver aspectos novos à forma como a captação coletiva de recursos era até então realizada, a compreensão da forma como opera na prática é estratégia primordial antes de ingressar em qualquer discussão de natureza regulatória. Na qualidade de ciência responsiva e sensível ao contexto social, a dogmática e a hermenêutica jurídicas carecem de leitura fidedigna da realidade social envolta ao *crowdfunding*.

Por esse motivo, fez parte da estratégia metodológica da pesquisa a condução de estudos de caso sobre a forma como o *crowdfunding* é realizado no Brasil. Para bem atender ao recorte metodológico delineado na seção anterior, os estudos de caso reservaram-se às práticas observadas em plataformas cuja atividade envolve a emissão de valor mobiliário.

Embora se possa dizer de um funcionamento comum, em geral, das plataformas de *crowdfunding* (*donation-based*; *reward-based*; *debt-based*; e *investment-based crowdfunding*), pode-se identificar algumas distinções específicas para captações coletivas de recursos envolvendo a emissão, a oferta e a negociação de valor mobiliário.

As plataformas cuja atividade envolve a emissão de valor mobiliário, geralmente, tendem a apresentar número maior de exigências para permitir a aproximação entre investidor e empreendedor. Isso porque viabilizam transferências de valores pertinentes à economia popular, mediante a promessa de retorno financeiro mediante sua aplicação em empreendimento empresarial que pode ou não ser exitoso³⁶.

6.385/1976, entende-se que o termo *equity* não se mostra suficiente para abranger a emissão e a negociação de todos os títulos ali enumerados. Recorde-se que a tradução da palavra *equity*, oriunda do idioma inglês, significa participação societária ou acionária. Por outro lado, as práticas de captação coletiva abarcam não somente a negociação de títulos de participação societária, como também de títulos representativos de dívida, contratos de investimento coletivo, instrumentos de derivativos e quaisquer outros títulos admitidos na legislação brasileira como valor mobiliário (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 5). A interpretação está de acordo com a regulação proposta pelo legislador sobre a temática na IN CVM n. 588/201 (BRASIL, 2017), como se verá adiante.

³⁶ Nesse sentido, não raro se observa que, além das informações tradicionalmente exigidas pelas plataformas de *crowdfunding* em geral – como o objetivo da arrecadação, a descrição do modelo de negócios e as condições em que o retorno da contribuição, quando aplicável, ocorrerá –, as plataformas que operacionalizam a oferta e a negociação de participação societária requerem informações mais apuradas e detalhadas dos sujeitos envolvidos, como: “[...] 1) basic information for potential investors, 2) financial statement, 3) external certification, 4) board experience, 5) investment

Na condução inicial dos trabalhos, promoveu-se mapeamento dos sítios eletrônicos dessa natureza até então disponíveis no Brasil. Nessa primeira análise, foram identificadas quatro plataformas: Broota, Eqseed, Startmeup e EuSócio.

Tendo-se em vista o reduzido número de plataformas em operação no Brasil, entendeu-se adequado e viável o estudo funcional sobre todas elas. Todavia, a plataforma EuSócio foi inativada no final de 2016, reservando-se a análise ao funcionamento dos demais sítios eletrônicos.

A fim de que se tivesse acesso a todas as etapas e informações relativas à realização do investimento, foi necessário cadastrar-se nas plataformas e, em seguida, analisar o portfólio das campanhas disponíveis para realização de investimento. Em seguida, investiu-se em campanhas específicas disponíveis no Broota e na Eqseed.

Tendo em vista que, até junho de 2017, não havia ofertas ativas ou previsão de disponibilização de campanhas na plataforma Startmeup, não foi possível a promoção de investimento por intermédio dela.

Em face das medidas e estratégias metodológicas adotadas, foram reunidos informações e documentos que orientaram a análise sobre o funcionamento das plataformas, disponíveis no Brasil, cuja operação envolve a emissão de valor mobiliário.

A) A plataforma Broota

A plataforma Broota, o primeiro sítio eletrônico destinado à captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário disponibilizado no Brasil, apresenta-se como uma “plataforma de investimento coletivo que conecta investidores a empresas inovadoras”³⁷. Embora sua titular, pessoa jurídica de direito privado organizada sob a forma de sociedade limitada enquadrada na categoria de microempresa³⁸, sinalize ser mera prestadora de serviços de tecnologia para viabilizar a conexão e a interação entre investidor e empreendedor, observa-se que as atividades desenvolvidas por meio dessa plataforma não se resumem a exclusivamente aproximá-los.

history, and 6) information on the speed of investment” (AHLERS *et al.*, 2012). (“1) informações básicas sobre potenciais investidores, 2) declarações e comprovações de regularização financeira, 3) esclarecimentos adicionais, 4) experiência em cargos de administração, 5) histórico de investimentos, e 6) informações sobre a rapidez e liquidez do retorno financeiro”. (Tradução nossa).

³⁷ BROOTA. *Invista em startups inovadoras e de impacto*. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

³⁸ BROOTA. *Termos de uso*. 2015. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/termos-de-uso>> . Acesso em: 2 set. 2016.

Em verdade, verifica-se a prática de outras atividades. Constatou-se que a sociedade responsável pela disponibilização da plataforma participa diretamente da emissão dos títulos ofertados publicamente, conforme será descrito com maiores detalhes adiante. Em complemento, por meio da Broota, disponibilizam-se manuais de instruções e boas práticas a investidores que pretendem atuar em mercado de evidente risco, como no caso do *crowdfunding* envolvendo emissão de valor mobiliário. Considera-se, nesse sentido, haver espaço para indagações sobre ser a titular da plataforma Broota emissora direta de valor mobiliário e, ainda, prestadora de serviços de tecnologia, de consultoria e de intermediação de investimentos³⁹.

Em termos procedimentais, a titular da plataforma Broota padronizou procedimento para promover a aproximação e a interação entre investidor e empreendedor. Em geral, observam-se as seguintes etapas⁴⁰:

1. Cadastro e criação de um perfil do sujeito empresarial e do investidor na *website* do Broota⁴¹;
2. Definição dos critérios, métricas e valores exigidos para recebimento de investimentos⁴²;
3. Elaboração, pelos sujeitos empresariais, de uma apresentação para investidores (“Prospecto Técnico”), cujas informações e formato devem atender aos padrões exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários (este material deverá, inclusive, ser previamente autorizado pela CVM)⁴³;
4. Postagem de informações e de apresentações regulares do sujeito empresarial para atrair investidores por meio da plataforma Broota e das redes sociais;
5. Negociação com investidores, processamento e registro das operações de investimento.

³⁹ BROOTA. *Manual do investidor*: boas práticas de investimento anjo. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/manual-do-investidor/boas-praticas-de-investimento-anjo>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁴⁰ BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 05 nov. 2015.

⁴¹ O titular da plataforma Broota exige as seguintes informações para fins de cadastro: “i) minicurrículo; ii) descrição das experiências; iii) histórico acadêmico; iv) cidades e mercados de interesse; v) descrição das funções e competências técnicas; vi) descrição do modelo de negócios e da equipe do sujeito empresarial; e vii) descrição da situação financeira e da política de governança do sujeito que exerce a empresa”. (BROOTA. *Manual do investidor*: sua startup no Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/manual-do-empendedor/sua-startup-no-broota>>. Acesso em: 12 nov. 2015.

⁴² Cada sujeito que exerce a empresa é responsável por definir o valor de mercado de seu patrimônio e elaborar a apresentação formal com informações a seu respeito, cuja publicação deverá ser autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁴³, “[o] material que deve ser protocolado na CVM é o *Slide Deck*, uma apresentação sucinta do plano de negócios, com informações sobre o mercado, o produto, a equipe envolvida, projeções financeiras, entre outros” (BROOTA. *Manual do investidor*: os materiais de captação. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/manual-do-empendedor/os-materias-de-captacao>>. Acesso em: 12 nov. 2015).

Previamente ao cadastro, os sujeitos empresariais interessados na captação de recursos devem satisfazer condições e pré-requisitos para terem sua atuação autorizada na plataforma Broota⁴⁴, a saber:

- a) Enquadrarem-se sob a forma de microempresa ou empresa de pequeno porte (não podem ter faturado mais de R\$ 3.600.000,00 no exercício fiscal anterior)⁴⁵;
- b) Serem assessoradas por escritório de advocacia durante o procedimento;
- c) Cumprirem as obrigações estabelecidas nos §§ 4º a 6º do artigo 5º da Instrução CVM n. 400/2003⁴⁶;
- d) Terem comprovadamente obtido aprovação do Material de Divulgação (Prospecto Técnico do Investimento) pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nos termos dos §§ 6º ao 8º do artigo 5º da Instrução CVM n. 400/2003⁴⁷;
- e) Realizarem o pagamento da remuneração aplicável (ao titular da plataforma Broota) em decorrência da utilização do sistema;
- f) Possuir número de registro no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ).

Observa-se que, para realização do cadastro, a plataforma Broota exige que os sujeitos empresariais possuam inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) e que seu faturamento anual seja inferior a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais)⁴⁸. O limite passará a ser de R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões, oitocentos mil reais) a partir da entrada em vigor da Lei Complementar n. 155/2016 (BRASIL, 2016), em 2018. A exigência se justificava pela necessidade de que esses sujeitos se enquadrassem nas categorias de microempresas (ME) ou de empresas de pequeno porte (EPP), nos recentemente alterados termos do art. 3º, da Lei Complementar n. 123/2006 (BRASIL, 2006)⁴⁹, para que pudessem aproveitar o tratamento diferenciado

⁴⁴ BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁴⁵ Não se desconhece a recente alteração da Lei Complementar n. 123/2006 com a promulgação da Lei Complementar n. 155/2016. Diante da alteração, o limite para enquadramento de determinada sociedade como empresa de pequeno porte passará a ser de R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais). Quanto a esse aspecto, a Lei Complementar n. 155/2016 entrará em vigor em 1º de janeiro de 2018.

⁴⁶ Ver nota 45.

⁴⁷ Ver nota 45.

⁴⁸ BROOTA. *Como funciona*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/como-funciona>>. Acesso em: 12 set. 2016.

⁴⁹ Art. 3º. Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: I – no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e II – no caso da empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais) (BRASIL, 2006).

dispensado a essas categorias jurídicas pela CVM por meio da Instrução Normativa n. 400/2003 (já revogada).

De acordo com o art. 5º, inciso III, §§ 4º a 8º, da IN CVM n. 400/2003⁵⁰, os sujeitos enquadrados como microempresa (ME) e empresa de pequeno porte (EPP) estão dispensados da obrigatoriedade de registro de ofertas públicas de valores mobiliários. Ressalve-se, contudo, que as sociedades empresárias enquadradas como ME ou EPP não se eximiam da necessidade de comunicar à CVM a intenção de se dispensarem do registro de ofertas públicas e, ainda, de observar regras e formalidades, igualmente previstas no art. 5º da Instrução Normativa n. 400/2003, para a elaboração e veiculação do material de divulgação das ofertas de valores mobiliários perante investidores.

Logo, seguindo uma interpretação literal do texto normativo, estava autorizada a captar recursos pela plataforma Broota a pessoa jurídica de natureza empresária, com receita bruta anual de até R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais). Nesse quadro, deviam ser excluídas as sociedades por ações, tendo em vista a restrição contida no art. 3º, § 4º, inciso X, da Lei Complementar n. 123/2006 (BRASIL, 2006), que veda que as companhias se enquadrem na categoria de ME ou de EPP.

Assim é que, em princípio, as pessoas jurídicas aptas a se cadastrarem na plataforma Broota para fins de captação de recursos eram sociedades empresárias registradas sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, cujo capital social é dividido em quotas e cujos sócios respondem limitadamente pelas obrigações sociais e solidariamente pela integralização do capital social (arts. 1.052 a 1.087, Código Civil de 2002).⁵¹

⁵⁰ Art. 5º, III, § 4º a 8º. “Sem prejuízo de outras *hipóteses que serão apreciadas especificamente* pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição: [...] III – de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei. [...] § 4º A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III do caput para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses. § 5º A emissora deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a dispensa de registro de que trata o inciso III do *caput* na forma do Anexo IX. § 6º A comunicação de que trata o § 5º deve ser encaminhada por meio da página da CVM na rede mundial de computadores. § 7º Qualquer material utilizado pelo ofertante nas ofertas de que trata o inciso III do caput deve: I – conter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro; e II – ser escrito em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os leitores para os riscos do investimento. § 8º O material mencionado no § 7º deve conter, em destaque: I – menção de que se trata de material publicitário; e II – a seguinte frase ‘A PRESENTE OFERTA FOI DISPENSADA DE REGISTRO PELA CVM. A CVM NÃO GARANTE A VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELO OFERTANTE NEM JULGA A SUA QUALIDADE OU A DOS VALORES MOBILIÁRIOS OFERTADOS’” (BRASIL, CVM, 2003).

⁵¹ Sinaliza-se a tendência de que o *crowdfunding* com emissão de valor mobiliário não se restrinja tão

Após o efetivo cadastro, as sociedades empresárias podiam encaminhar propostas de campanhas, aqui entendidas como projetos de empreendimento, a serem autorizadas pelo titular da plataforma Broota. As propostas deviam ser acompanhadas da *apresentação da oferta de investimento* (contendo informações sobre modelo de negócios proposto, a projeção de faturamento e a descrição da equipe envolvida); da *ata de aprovação da oferta* (contendo a autorização formal dos sócios da sociedade empresária para a captação pública); da minuta do *contrato de investimento* a ser divulgado; do *contrato social* averbado na Junta Comercial do sujeito empresarial que promoverá a captação; e do *cap table* (tabela em que são descritos os sócios da sociedade investida e a respectiva participação societária). Se a documentação fosse considerada adequada pelo titular da plataforma Broota, o material seria protocolado perante a CVM para a obtenção das autorizações de dispensa necessárias. Tão somente após a autorização pelo órgão regulatório é que a captação pública de recursos era formalmente iniciada.⁵²

Permitia-se que as captações de recursos realizadas por meio da plataforma Broota fossem destinadas a todo e qualquer usuário (“captação visível”) ou apenas a alguns deles (“captação oculta”). Nesse último caso, a sociedade empresária selecionava previamente os investidores que teriam acesso às suas informações e aos detalhes de seu modelo de negócios. A despeito da distinção, o titular da plataforma Broota ressaltava, em sua página eletrônica que qualquer dos modelos de captação de recursos era considerado como oferta pública de valor mobiliário, sujeito à regulação da CVM⁵³.

As captações coletivas de recursos financeiros sujeitavam-se a prazo definido. Na plataforma Broota, as sociedades empresárias tinham até 180 (cento e oitenta) dias para alcançar 90% do montante buscado na campanha e 90 dias para alcançar 40% desse valor. Caso contrário, a campanha de divulgação seria suspensa ou inativada da plataforma Broota⁵⁴.

somente a sociedades empresárias por quotas de responsabilidade limitada enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte. A CVM, a partir da proposta de instrução normativa contida no edital da audiência pública SDM n. 06/2016 (art. 2º, III), admite, como sujeito autorizado a promover a emissão de valor mobiliário com dispensa de registro, o “*empreendedor de pequeno porte*”, definido como a sociedade regularmente constituída com receita bruta anual de até R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurado no exercício social anterior à oferta (BRASIL, 2016). Do que se conclui que a sociedade empresária organizada sob a forma de sociedade limitada ou anônima terá acesso a essa via de captação pública de recursos financeiros (arts. 966, 982 e 1.150 do Código Civil) se nova instrução normativa for publicada com base nesses parâmetros.

⁵² BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁵³ Broota. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁵⁴ BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

Uma vez preenchido o cadastro e disponibilizadas as informações aos investidores, em acordo com as exigências da CVM, dava-se início à fase de avaliação dos projetos pelos usuários, possíveis investidores. Na plataforma Broota, o mecanismo de investimento girava em torno dos “âncoras”, investidores de renome e com experiência em mercado de reconhecido risco⁵⁵. Por sua experiência e rede de contatos, os âncoras funcionavam como curadores da plataforma Broota, passando pelo crivo deles a seleção dos projetos a serem divulgados por meio da plataforma.

Os âncoras eram responsáveis por criar o “sindicato”, conjunto de investidores que, sob a sua responsabilidade decisória, investiam em determinados projetos e mantinham contínuo diálogo com as sociedades investidas, de forma a participar de seu desenvolvimento inicial. Juridicamente, os sindicatos se referiam a sociedades de propósito específico (SPE), criadas especificamente para a realização de investimentos em determinados segmentos ou projetos. Além da seleção, eram os âncoras que organizavam as primeiras “rodadas de investimento”, convocando pessoas de seu círculo social para participarem das tratativas negociais.⁵⁶

Caso se decidisse pela realização de investimento, eram disponibilizados, na plataforma Broota, formulários e instrumentos jurídicos que deviam ser utilizados para formalizar a relação entre investidores e sociedades empresárias. A operacionalização do preenchimento desses instrumentos jurídicos, do envio, da assinatura e da autenticação dos contratos celebrados por intermédio da plataforma Broota era realizada por meio do *ClickSign*, sítio eletrônico especializado no controle, no monitoramento e no desenvolvimento de soluções para a celebração de contratos eletrônicos⁵⁷.

O valor a ser investido era inicialmente transferido para uma conta bancária em nome do titular da plataforma Broota. Somente se a meta originalmente estipulada pela sociedade empresária fosse atingida é que o titular da plataforma Broota lhe remeteria os valores; caso isso não acontecesse, os valores investidos seriam integralmente restituídos decorrido o prazo de captação⁵⁸.

Assim que o investimento era realizado, o investidor recebia minuta contratual, alegoricamente denominada como Título de Dívida Conversível (TDC), para assinatura

⁵⁵ Embora não seja comum, há a possibilidade de projetos serem divulgados sem a intermediação de investidor âncora. Nesse caso, a análise e chancela para divulgação é conduzida pelo titular da plataforma Broota.

⁵⁶ BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁵⁷ CLICKSIGN. *Assinatura eletrônica de documentos*. Disponível em: <<https://www.clicksign.com/>>. Acesso em: 12 dez. 2015.

⁵⁸ BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

eletrônica (via *Clicksign*) em até 24 horas. O TDC era o instrumento jurídico que formalizava a atribuição de crédito em favor do investidor, que num primeiro momento, assumia a posição de credor de uma dívida em face da sociedade investida, mas que lhe garantia, simultaneamente, a prerrogativa de converter esse direito em participação societária na sociedade investida, uma vez alcançadas situações previamente acordadas. Apenas depois de o sujeito empresário obter os valores originalmente requeridos é que os investimentos seriam confirmados e os investidores receberiam o contrato para assinatura.

Feito investimento em projeto especificamente ofertado por meio da plataforma Broota, teve-se acesso aos termos do TDC. Um dado que logo chamou a atenção e foi significativo para a compreensão da forma como a captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário era operacionalizada por meio da plataforma Broota, é que, no título, constavam como partes contratantes o este autor, na condição de investidor “titular”, e uma sociedade de propósito específico (SPE), formada pela sociedade captadora e pelo titular da plataforma, na qualidade de “emissora” do título de dívida. A emissora era, portanto, pessoa distinta da sociedade empresária que buscava a captação de recursos.

Notou-se, com base em pesquisa no site da Receita Federal do Brasil, que a emissora correspondia a SPE cujos sócios, pessoas físicas, faziam parte do quadro societário da sociedade empresária titular da plataforma Broota. Cabia a essa nova entidade promover a emissão pública de títulos de dívida e não à sociedade empresária que pretendia captar recursos. Isto é, não havia, ao menos num primeiro momento, formalização de relação jurídica direta entre investidor e sociedade investida.

O objetivo social da SPE era “prestar serviço especializado de apoio administrativo à Sociedade Investida, em razão da Oferta Pública Direta de Títulos de Dívida emitidos pela própria Emissora em benefício da sociedade investida” (conforme cláusula 1 do Título de Dívida). Ao revés, o objetivo social da sociedade empresária investida era o “desenvolvimento de programas de computador sob encomenda; atividades de cobrança e informações cadastrais; portais, provedores de conteúdo e outros serviços de informação na internet” (conforme cláusula 1 do Título de Dívida Conversível Privado). Ficou evidente que a SPE era constituída especificamente para fins de oferta e distribuição pública de títulos de dívida.

Os títulos de dívida ofertados publicamente pela “emissora” (SPE) eram lastreados em títulos de dívida privados, emitidos diretamente pela sociedade empresária

investida em favor da SPE (conforme cláusula 2.2). Os recursos captados por meio da oferta pública eram utilizados para subscrição e integralização dos títulos de dívida privados (conforme cláusula 2.4). Nesse sentido, tinha-se a existência de título de dívida, emitido pela sociedade investida, que, para fins de oferta pública no mercado, materializava relação jurídica subjacente da emissão de novos títulos de dívida pela SPE constituída para esse fim.

Pôde-se, portanto, identificar a seguinte cadeia de fatos e relações jurídicas na plataforma Broota: (i) a sociedade investida emitia títulos de dívida (privados) em favor de SPE, criada para esse fim pela sociedade investida e por sócios da titular da plataforma; (ii) com lastro nesses títulos (privados), a SPE emitia e ofertava publicamente novos títulos de dívida em favor de investidores; (iii) uma vez devida a conversão do crédito decorrente da dívida em crédito de participação societária, a SPE cedia o título de dívida originário (privado, emitido pela sociedade investida) em favor do investidor para que o mesmo pudesse vir a se tornar titular do direito de se tornar sócio do empreendimento. Nesse último estágio, a condição de sócio somente se tornaria possível quando preenchidas uma das seguintes condições: (i) na data de vencimento do TDC (no caso, vencia em três anos); (ii) em caso de alteração do controle societário da sociedade investida; (iii) em caso de transformação da sociedade investida, originalmente constituída sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, para a forma de sociedade por ações, seguida de oferta pública inicial de ações (IPO) (conforme cláusula 9.1).

O TDC formalizava a existência de crédito decorrente de dívida contraída pela SPE em favor do investidor (neste caso, o investimento correspondeu a título de dívida no valor de R\$ 1.000,00). Preenchidas uma das condições predeterminadas, como visto, podia ser convertido em crédito decorrente de participação na sociedade investida. Nesse caso, a emissora (SPE) providenciava a cessão do título de dívida de emissão privada ao investidor, oportunidade em que as prestações até então devidas pela SPE eram declaradas quitadas (conforme cláusula 9.5) e o investidor formalizava relação jurídica direta com a sociedade empresária investida passando a integrar o respectivo quadro societário.

A conversão do direito de crédito decorrente de dívida em direito de crédito lastreado em participação societária levava em consideração *valuation* da sociedade investida estimado em R\$ 1.600.000,00 (hum milhão e seiscentos mil reais) (conforme cláusula 9.7).

Com a conversão de seu crédito, o investidor tornava-se sócio da sociedade investida. Nesse momento, ao investidor eram atribuídos os seguintes direitos: (i) recebimento de relatórios e informativos financeiros; (ii) acesso a atas de reunião de sócios; (iii) participação no encontro anual da administração (espécie de assembleia ou reunião de sócios); (iv) prioridade no recebimento de dividendos; (v) prioridade no reembolso de capital; (iii) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com os demais sócios; (vi) direito de venda conjunta (*tag along clause*) no caso de alienação do controle societário da sociedade investida. Caso a conversão não ocorresse, o investidor poderia resgatar seu título com a devolução da quantia mutuada acrescida da remuneração estipulada no contrato (conforme cláusula 7).

Para intermediar as referidas operações, a titular da plataforma Broota era remunerada pelo pagamento das seguintes taxas⁵⁹:

- a) Tarifa de registro dos sujeitos empresariais: R\$ 2.500,00 para acessar a base de dados da plataforma Broota e utilizar as ferramentas de captação.
- b) Tarifa de serviço: os investidores deverão ratear o custo fixo de estruturação da captação ('rodada de investimentos'), que, em geral, é de 2,5% a 5% dos recursos obtidos.
- c) Tarifa de Sucesso: 5% sobre o lucro realizado pelo Investidor em razão da transferência do seu Título de Dívida ou de suas participações de emissão da Startup para terceiros, após o exercício da conversão dos Títulos de Dívida em participação no capital social da Startup.

Até a publicação da IN CVM n. 588/2017, a plataforma Broota contava com 838 investidores cadastrados, os quais contribuíram para o desenvolvimento de 37 sociedades empresárias por meio de aportes que somavam aproximadamente R\$ 13.131.000,00 (treze milhões, cento e trinta e um mil reais) – média de R\$ 354.081,00 (trezentos e cinquenta e quatro mil, oitenta e um reais) por projeto⁶⁰.

B) A plataforma Startmeup

A Startmeup identifica-se como “plataforma de investimento colaborativo”, destinada a conectar “empreendedores com boas ideias a investidores interessados em contribuir” com seus recursos⁶¹. Seu funcionamento, conquanto apresente semelhanças em relação à plataforma Broota, era marcado por algumas particularidades.

⁵⁹ BROOTA. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

⁶⁰ BROOTA. *Capte recursos para sua startup*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/empreendedor/>>. Acesso em: 12 nov. 2015.

⁶¹ STARTMEUP. *Conectando investidores a empresas inovadoras*. Disponível em:

Tal como no primeiro estudo de caso realizado, apenas sociedades empresárias enquadradas como microempresa (ME) ou empresa de pequeno porte (EPP) podiam se cadastrar na plataforma e propor campanhas de captação coletiva de recursos. A exigência também se fundamentava nas dispensas de licença e de registros garantidas pela CVM a sujeitos dessa natureza por meio da recentemente alterada Instrução Normativa CVM n. 400/2003 (BRASIL CVM, 2003)

Na plataforma Startmeup, a sociedade empresária interessada em captar recursos coletivamente tinha seu cadastro autorizado com base em seis critérios: *mercado* (se o empreendimento tinha potência para atingir mercado relevante); *produto* (se seu produto ou tecnologia eram atrativos); *estratégia* (se o modelo de negócios proposto era atrativo); *competição* (se a sociedade empresária possuía posição competitiva favorável); *time* (se as pessoas envolvidas tinham capacidade de impacto); *saída* (se o negócio proposto apresentava oportunidades de saída facilitadas ao investidor).⁶²

Com a autorização, o titular da plataforma Startmeup cuidava para que fosse apresentada a documentação necessária à obtenção da dispensa de registro da oferta pública prevista no art. 5º da revogada Instrução Normativa CVM n. 400/2003. Somente após o deferimento formal da dispensa pelo órgão regulador é que a sociedade empresária estaria apta a criar sua campanha para captação coletiva de recursos por meio da plataforma. Nessa campanha, eram descritos o modelo de negócios proposto, o planejamento estratégico a ser implementado e o montante final a ser captado.

As campanhas ficavam disponíveis para visualização dos investidores cadastrados na plataforma Startmeup. Para facilitar sua avaliação, eram disponibilizadas, na plataforma, ferramentas de simulação do potencial e do rendimento estimado com base no investimento.⁶³

Caso se decidisse investir recursos em determinado projeto, a liquidação do aporte era precedida da assinatura de *Contrato Coletivo de Investimento*. Diferentemente da Broota, a Startmeup não veiculava títulos de dívida conversíveis em participação societária. Nesse contrato, eram pactuadas as condições, os prazos e as obrigações – sobretudo, aquelas atinentes à forma de distribuição de resultados – a

<<https://www.startmeup.com.br/#/sobre>>. Acesso em: 25 nov. 2015.
STARTMEUP. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/landing/empreendedor>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

⁶³ STARTMEUP. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/landing/investidor>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

serem observados pela sociedade empresária e pelos investidores que decidissem apoiar a campanha⁶⁴. No período definido para levantamento desses dados, isto é, entre maio de 2016 e maio de 2017, não havia projetos de empreendimentos disponíveis ao investimento. Por esse motivo, não foi possível a análise dos termos contratuais específicos do *Contrato Coletivo de Investimento* utilizado pela plataforma.

Assim como na Broota, o valor investido somente era transferido à sociedade empresária caso fosse atingida a meta inicialmente traçada para a captação coletiva de recursos. De forma distinta, contudo, o titular da plataforma Startmeup não recebia, custodiava ou aplicava recursos dos investidores no nome dele. O investimento no empreendimento provia diretamente do investidor.

Sobre o valor total captado, o titular da plataforma Startmeup cobrava, a título de remuneração pelos serviços prestados, comissão de 7,5% (sete e meio por cento). Essa comissão somente era devida caso a captação coletiva de recursos tivesse atingido a meta inicialmente traçada⁶⁵.

Até o momento anterior à publicação da IN CVM n. 588/2017, tem-se registro de que 30 pessoas já investiram seus recursos por meio da plataforma Startmeup, tendo sido captados R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) desde sua disponibilização⁶⁶.

A plataforma Eqseed

Eqseed Ltda.-ME é sociedade empresária por quotas de responsabilidade limitada cujas atividades são realizadas por meio de “plataforma de investimento coletivo que visa possibilitar o financiamento [captação de recursos em favor] de micro e pequenas empresas em fase nascente”⁶⁷ [sociedades empresárias enquadradas como micro e pequenas empresas].

Na definição de seu escopo de atuação, a Eqseed delimitava sua responsabilidade perante os usuários da plataforma com base nas seguintes atribuições⁶⁸:

⁶⁴ STARTMEUP. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/landing/investidor>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

⁶⁵ STARTMEUP. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/landing/investidor>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

STARTMEUP. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/sobre>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

⁶⁷ EQSEED. *Termos de serviço*. Disponível em: <<https://eqseed.com/br/termos-servico>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁶⁸ EQSEED. *Termos de serviço*. Disponível em: <<https://eqseed.com/br/termos-servico>>. Acesso em: 28 set. 2016.

- (i) Manter o ambiente virtual seguro, salvo por ato destrutivo de terceiro que vá além dos esforços empenhados, hipótese que não se responsabilizará por danos oriundos dessa prática danosa.
- (ii) Preservar a funcionalidade do site, com links não quebrados, utilizando layout que respeita a usabilidade e navegabilidade, facilitando a navegação sempre que possível;
- (iii) Exibir as funcionalidades de maneira clara, completa, precisa e suficiente de modo que exista a exata percepção das operações realizadas.

Para que empreendedores pudessem captar recursos por meio da Eqseed, era necessário que se cadastrassem na plataforma e, em seguida, completassem formulário específico. As captações coletivas realizadas na plataforma Eqseed tinham valor mínimo de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) e valor máximo de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões, quatrocentos mil reais) por ano.

Tal como a Broota e a Startmeup, para se beneficiar da regulação decorrente da até então vigente IN CVM n. 400/2003 sobre dispensa de registro de oferta pública de valor mobiliário, o titular da plataforma Eqseed determinava que tão somente sociedades empresárias por quotas de responsabilidade limitada enquadradas como microempresas (ME) ou empresas de pequeno porte (EPP) podiam se cadastrar e usufruir os serviços disponibilizados na plataforma⁶⁹.

Não obstante isso, valem aqui as mesmas ressalvas feitas para os estudos de caso até então conduzidos. Ainda que o titular da plataforma Eqseed somente admitisse a participação de ofertas públicas dispensadas de registro perante a CVM, o material publicitário a ser veiculado a investidores por meio da plataforma deveria ser autorizado pelo órgão regulador. Para auxiliar na aprovação, o titular da plataforma Eqseed realizava processo de triagem visando verificar a qualidade da oferta e a veracidade das informações prestadas antes de sua apresentação junto à CVM.⁷⁰

A Eqseed oferecia orientações para a formatação da campanha a ser criada em torno do empreendimento, bem como orientações para a realização do *valuation* da sociedade empresária a receber o investimento. O titular da plataforma Eqseed reservava-se o direito de recusar a publicação de campanhas que não apresentassem “avaliação financeira ou *valuation* da sociedade empresária realista”⁷¹.

⁶⁹ EQSEED. Disponível em: <<https://eqseed.com/br>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁷⁰ EQSEED. *Faq*. Disponível em: <<https://eqseed.com/faq>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁷¹ EQSEED. *Faq*. Disponível em: <<https://eqseed.com/faq>>. Acesso em: 28 set. 2016.

As campanhas eram publicadas na plataforma Eqseed por períodos entre 60 e 90 dias. Durante esse período, as sociedades empresárias cuja campanha era autorizada e publicada na plataforma registravam o interesse e o valor a ser investido pelos investidores interessados nas condições propostas. Todavia, a transferência dos valores prometidos por investidores somente era realizada caso se conseguisse captar todo o montante inicialmente buscado pelas sociedades empresárias. Não sendo possível captá-lo, as transferências dos valores prometidos não se realizavam⁷².

Antes de viabilizar a realização de investimento, o titular da plataforma Eqseed orientava os investidores que manifestassem ciência sobre o *Aviso de Risco*, comunicado oficial em que alertava acerca dos riscos inerentes a operações dessa natureza. Logo no início do comunicado, os investidores eram aconselhados a procurar profissionais especializados – como advogados, consultores e contadores – para fins de compreensão dos riscos envolvidos e a pulverizar seu portfólio de investimentos⁷³. Em seguida, expunha os principais riscos atrelados aos investimentos realizados por meio de plataformas cuja captação envolvia emissão de valor mobiliário⁷⁴:

1. Perda de capital e necessidade de diversificação dos investimentos:

Expõe-se o estágio inicial de desenvolvimento das sociedades empresárias que buscam captação por meio de plataformas dessa natureza e o risco de que o investidor possa perder parte ou todo o investimento feito.

2. Falta de liquidez: É ressaltada a dificuldade de se comercializar participações societárias adquiridas a partir das plataformas de *equity crowdfunding* no mercado de capitais. São, por natureza, investimentos de baixa liquidez e de longo-prazo.

3. Falta de dividendos pagos ao investidor: Não há garantias de que a sociedade empresária investida pagará dividendos aos investidores. Trata-se de situação que deve ser analisada de forma casuística, na medida em que há sociedades que pretendem reinvestir o lucro aferido em suas atividades e outras que preveem política de distribuição de dividendos.

4. Diluição: Em geral, os investimentos feitos a partir da Plataforma EqSeed estão sujeitos à diluição em caso de aumento de capital social para recebimento de novos aportes. Caso não seja interesse do investidor ter sua participação diluída, deverá se certificar de que o contrato a ser celebrado junto à sociedade empresária investida dispõe de cláusula antidiluição.

Associado ao *Aviso de Risco*, o titular da plataforma Eqseed veiculava o *Termo de Limitação de Responsabilidade* a seus usuários. Por meio do documento, o titular da

⁷² EQSEED. *Faq*. Disponível em: <<https://eqseed.com/faq>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁷³ EQSEED. *Aviso de risco*. Disponível em: <<https://eqseed.com/aviso-risco>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁷⁴ EQSEED. *Aviso de risco*. Disponível em: <<https://eqseed.com/aviso-risco>>. Acesso em: 28 set. 2016.

plataforma ressaltava que as informações contidas no sítio eletrônico não podiam ser interpretadas como recomendação de investimentos, visando limitar qualquer forma de enquadramento como analista ou consultor de investimentos, nos termos da Instrução Normativa IN CVM n. 43/1985⁷⁵.

No mesmo documento, o titular da Plataforma Eqseed esclarecia, ainda, que as oportunidades de investimento divulgadas no sítio eletrônico não ofereciam qualquer garantia de retorno financeiro e que a EqSeed não fazia qualquer tipo de curadoria ou processo seletivo das empresas que promoveriam captação coletiva de recursos por intermédio de sua plataforma⁷⁶.

Cientes e concordes com as informações expostas na plataforma Eqseed, os investidores realizavam investimento nas sociedades empresárias de interesse. A dinâmica de investimento era similar àquela encontrada na plataforma Broota, isto é, firmava-se instrumento de dívida com cláusula de conversibilidade para crédito decorrente de participação societária – alegoricamente denominada *Nota Conversível*. É dizer que, inicialmente, o investidor ocupava a posição de credor da sociedade investida e, em caso de ocorrência de algum dos eventos de conversão previstos no instrumento contratual, tornava-se sócio do empreendimento. De forma distinta daquela observada na plataforma Broota, ainda que a conversão não ocorresse, as sociedades empresárias não eram obrigadas a pagar juros caso o valor do investimento tivesse de ser restituído⁷⁷.

Mediante o investimento promovido sobre projeto específico divulgado na Eqseed, teve-se acesso aos termos contratuais constantes da *Nota Conversível* veiculada aos investidores. A nota correspondeu a investimento no valor de R\$ 3.000,00 (três mil reais). Diferentemente do que ocorria na Broota, os títulos de dívida conversível eram diretamente emitidos pela sociedade empresária captadora, de forma que a titular da plataforma atuava tão somente como agente auxiliar da operação de investimento. Isto é, a operação de investimento, principal relação jurídica estabelecida, tinha como partes o investidor e a sociedade investida.

Com o aporte, o investidor não assumia qualquer dever de prestar serviços ou de ocupar cargos gerenciais (cláusula 2.9), embora isso pudesse ser negociado de

⁷⁵ EQSEED. Disponível em: <<https://eqseed.com/br>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁷⁶ EQSEED. Disponível em: <<https://eqseed.com/br>>. Acesso em: 28 set. 2016.

⁷⁷ EQSEED. *Faq*. Disponível em: <<https://eqseed.com/faq>>. Acesso em: 28 set. 2016.

forma casuística. Por outro lado, tinha o direito de receber da sociedade investida relatórios financeiros trimestrais (cláusula 6.1).

Como salientado, o direito de crédito decorrente do investimento podia ser convertido em direito de crédito lastreado em participação societária. Na *Nota Conversível* em exame, previa-se que a conversão poderia ocorrer nos casos de: (i) faturamento anual superior a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais) da sociedade investida; (ii) decurso do prazo de quatro anos após a assinatura da *Nota Conversível*; e (iii) alteração de controle societário da sociedade investida (cláusula 2.4).

De forma particular em relação às demais plataformas, na Eqseed, condicionava-se a conversão do crédito do investidor à transformação da natureza societária da sociedade investida. Nos termos do contrato (cláusula 2.1 e 2.2), a sociedade investida deveria ser transformada em sociedade por ações anteriormente ao ingresso do investidor na qualidade de sócio. Por esse mesmo motivo, previa-se que não haveria distribuição de lucros ao investidor senão após a transformação da sociedade investida (cláusula 7.1).

A prestação devida pela sociedade investida em troca do aporte realizado pelo investidor somente era considerada ultimada caso fosse promovida a transformação societária da forma limitada para anônima – exclusivamente nesse caso haveria a conversão do crédito do investidor e a quitação por parte da sociedade investida (cláusula 2.1). A prestação devida pela sociedade investida ao investidor somente seria paga em dinheiro se ela for dissolvida e tivesse seu patrimônio liquidado (cláusula 2.8). Nesse último caso, não se previa a incidência de juros, mas tão somente correção monetária. Pode-se dizer, portanto, que para o título de dívida veiculado na plataforma Eqseed não era prevista remuneração se assim se mantivesse – isto é, se não sobreviesse qualquer dos eventos de conversão.

Em caso de ocorrência de algum dos eventos de conversão, o investidor se tornaria sócio da sociedade investida, sendo-lhe garantidas ações preferenciais sem direito a voto. Na condição de acionista, além dos direitos essenciais – art 109, da Lei n. 6.404/1976 (BRASIL, 1976) –, ao investidor eram garantidos direito de preferência na distribuição de dividendos em face dos sócios fundadores e direito de venda conjunta (*tag along clause*) em caso de alienação do controle societário da sociedade investida.

Caso, por qualquer motivo, o investidor pretendesse se retirar do empreendimento, os sócios fundadores da sociedade investida ficavam compelidos a

pagar a quantia de R\$ 10,00 (dez reais), seja pela contraprestação decorrente da aquisição da posição contratual do investidor na *Nota Conversível*, seja pela aquisição da participação societária que o investidor passou a deter após algum dos eventos de conversão (cláusula 4.1).

A prestação de entrega do valor a ser investido passava a ser devida mediante da assinatura do contrato (Nota Conversível), o que era formalizado com o auxílio operacional da DocuSign, plataforma de “gerenciamento de transações digitais”, por intermédio da qual documentos são gerados e as assinaturas das partes envolvidas são autenticadas.⁷⁸

O investidor não pagava taxas para investir por meio da plataforma Eqseed. Isto é, o valor integral do investimento era transferido à sociedade empresária. Contudo, o investidor devia pagar uma “taxa de sucesso” de 5% sobre o lucro aferido, se aplicável, em eventual cessão de sua participação para terceiros. Por via oposta, o titular da plataforma Eqseed era remunerado pela sociedade investida em caso de a captação pública promovida por sociedade empresária ter alcançado o montante total buscado, cobrando taxa percentual única sobre os valores captados⁷⁹.

1.2.4 Os negócios jurídicos celebrados por meio das plataformas estudadas

Baseando-se estudos de caso promovidos sobre as plataformas Broota, Startmeup e Eqseed, observou-se que as *captações coletivas de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet* não são operacionalizadas de uma única forma. Na realidade, os investimentos feitos nas plataformas demonstraram que as relações jurídicas convencionadas e o papel dos agentes envolvidos (sociedade investida, investidor e titular da plataforma) variavam substancialmente. Ressalte-se que, no caso da plataforma Broota, o titular da plataforma participava diretamente da emissão dos títulos ofertados publicamente e era parte contratante da principal relação jurídica estabelecida. Por outro lado, na plataforma Eqseed, o titular da plataforma era mero auxiliar da relação principal de investimento, responsabilizando-se, fundamentalmente, por viabilizar o contato entre empreendedores e investidores.

⁷⁸ DOCUSIGN. Disponível em: <<https://www.docusign.com.br/>>. Acesso em: 30 set. 2016.

⁷⁹ EQSEED. Disponível em: <<https://eqseed.com/br/>>. Acesso em: 28 set. 2016.

Na análise conduzida no tópico anterior, sinalizou-se que as relações estabelecidas entre empreendedores e investidores podiam ser materializadas por três contratos distintos.

No primeiro deles, mais identificado com a estrutura descrita na plataforma Eqseed, o investidor transferia recursos financeiros em favor de sociedade empresária investida, em troca da promessa de alteração de seu contrato social para fins de atribuição de participação societária (quotas sociais) ao investidor. Não havia, aqui, cessão de quotas sociais dos sócios fundadores aos investidores ou remuneração (pagamento de juros) por eventual empréstimo, mas formação ou aumento de capital social para contemplar a entrada dos últimos.

No segundo e terceiro contratos, identificados como partes integrantes de um negócio jurídico complexo e mais amplo operacionalizado por meio da plataforma Broota, a sociedade empresaria captadora emitia títulos de dívida específicos (“privados”) em favor de SPE, constituída entre a própria sociedade investida e sócios da titular da plataforma. Em um segundo momento, a SPE responsabilizava-se pela emissão e oferta pública de títulos de dívida conversíveis para generalidade de investidores. Os investidores que se interessavam pelas ofertas transferiam recursos financeiros em favor da SPE em troca de duas contraprestações alternativas, sujeitas à ocorrência de situações específicas: a devolução da quantia principal investida atualizada monetariamente e acompanhada de juros ou a opção de converter seu crédito em direitos de participação societária atribuíveis em virtude de determinadas circunstâncias.⁸⁰

Como visto, no primeiro modelo de investimento, o investidor transferia seus recursos para fins de formação ou aumento do capital social de sociedade empresária que, em contrapartida, prometia formalizar o ingresso do investidor no seu quadro de sócios mediante necessária averbação da alteração do contrato social perante a Junta Comercial. No arranjo que abrangia o segundo e o terceiro contrato, permitia-se que o investidor se tornasse, *a priori*, credor direto da SPE e, simultaneamente, titular do direito de converter

⁸⁰ Embora haja considerável margem de discricionariedade à disposição dos investidores para a conversão do seu respectivo crédito em participação societária da sociedade investida, em geral, as conversões ocorrem a partir da concretização dos seguintes eventos: (i) na data de vencimento do título/empréstimo; (ii) em caso de alteração do controle societário da sociedade investida; (iii) em caso de transformação da sociedade investida em sociedade anônima; (iv) em eventual oferta pública de ações da sociedade investida, nos termos da Lei n. 6.404/1976 (NASSER, Camila *Contrato de investimento*: o título de dívida conversível. Disponível em: <<https://broota.zendesk.com/hc/pt-br/articles/217572267-Contrato-de-Investimento-O-T%C3%ADtulo-de-D%C3%ADvida-Convers%C3%ADvel>>. Acesso em: 15 dez. 2015).

o referido crédito em direito de participação societária sobre a sociedade empresária captadora.

Além das já mencionadas, percebe-se que uma das principais diferenças entre os contratos disponibilizados nas plataformas era a condição inicial ocupada pelo investidor. No primeiro, ele assumia a posição de promitente sócio da sociedade investida. No contexto global do segundo e terceiro contratos, o investidor assumia a condição de mutuante, titular do direito de receber a importância emprestada acrescida de correção monetária e, eventualmente, juros, caso não exercesse sua prerrogativa de converter em participação societária o crédito decorrente do empréstimo concedido.

As relações estabelecidas entre o investidor e a sociedade empresária investida eram, em qualquer dos contratos descritos, formalizadas por meio de instrumentos jurídicos disponibilizados nas plataformas. Nos termos da ressalva feita na introdução deste trabalho, dentre os três negócios jurídicos identificados, apenas dois se apresentaram características que poderiam situá-los no regime de competência da CVM. Por esse motivo, o discurso regulatório proposto enfatiza a análise sobre os dois negócios possivelmente considerados sujeitos à regulação da autarquia. Excluem-se da análise os contratos preliminares firmados entre sociedade empresária e SPE por ela constituída com os sócios da titular da plataforma (“privados”).

Feito o recorte, observando-se o conteúdo dos instrumentos objeto da análise, notou-se a ausência de preocupação com a denominação utilizada ou com o enquadramento jurídico desses negócios jurídicos. Afinal, o que seriam, juridicamente, os *títulos de dívida conversível* (TDC), as *notas conversíveis* ou os *contratos de investimento*, expressões comumente utilizadas nas plataformas? Qual negócio jurídico teria sido celebrado? Qual seria o enquadramento jurídico de cada um deles e o regime legal a que estariam sujeitos?

Quanto ao primeiro negócio jurídico estudado, , de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro – arts. 45 e 1.150 do Código Civil (BRASIL, 2002) –, a alteração de contrato social de sociedade por quotas de responsabilidade limitada somente se torna válida e eficaz para imputar a condição de sócio a determinado sujeito quando é averbada na Junta Comercial do Estado em que a sociedade está registrada. Assim, tem-se patente o caráter auxiliar ou acessório do instrumento jurídico encontrado nas plataformas, haja vista que somente com a averbação do contrato social é que a relação jurídica pretendida e a prestação principal eram consumadas.

Por esse motivo, o negócio jurídico encampado nesse primeiro modelo contratual analisado enquadra-se como *contrato preparatório* àquele que produziria, de maneira definitiva, os efeitos pretendidos pelas partes; isto é, a alteração do contrato social para, efetivamente, transferir titularidade de quotas sociais ao investidor e, por consequência lógica, atribuir-lhe a condição de sócio. Tem-se como preparatório o referido contrato porque sua função era formalizar obrigações entre as partes de forma antecedente à consumação da prestação principal estabelecida entre investidor e sociedade empresária.

Nesses termos e à luz do ordenamento jurídico brasileiro, mostrou-se cabível e apropriada a qualificação desse negócio jurídico como *contrato preliminar* destinado à formação ou ao aumento de capital social da sociedade investida, nos termos dos artigos 462 a 466, 981 e 1.052, do Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002). Afinal, pelo referido contrato, o investidor pagava pela promessa de se tornar sócio, pois sua condição de sócio somente seria efetivada quando da averbação da alteração do contrato social perante a Junta Comercial competente.

Consoante os termos do diploma civil, entende-se como *contrato preliminar* o negócio jurídico em que as partes compartilham uma mesma obrigação de fazer: celebrar o contrato definitivo⁸¹. Nessa modalidade, as partes declaram e se obrigam a emitir manifestações de vontade futuras correspondentes ao exato teor do contrato definitivo (RIBEIRO, 2003, p. 34-35; SEIXAS, 2003, p. 1-2).

Ademais, são contratos que, quando comparados aos contratos definitivos que almejam alcançar, possuem efeitos próprios. Tanto é assim que, nos termos do art. 463 e 464 do Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002), as partes têm o direito de executar especificamente o contrato preliminar firmado, de exigir que a outra parte celebre o contrato definitivo encetado no contrato preliminar, e, ainda, pode o juiz, mediante requerimento da parte interessada, suprir a vontade da parte inadimplente e conferir caráter definitivo ao contrato preliminar.

Assim, verificou-se que o regime jurídico atribuído ao *contrato preliminar*, tal como previsto no art. 462 do Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002), mostra-se compatível ao primeiro modelo contratual celebrado a partir da plataforma Eqseed.

⁸¹ Não se deve confundir o contrato preliminar com a fase preparatória de um contrato porque o primeiro reflete vínculo típico, com efeitos e deveres próprios, e a fase preparatória consiste em período de negociação das condições e termos de contratação. Esta tem caráter eventual, cujo vínculo obrigacional eventual só surgirá realmente se for celebrado o contrato em vista. Por outro lado, o contrato preliminar cria vínculo definitivo (MUNHOZ, 2007).

Na segunda modalidade contratual estudada, observou-se uma nova forma de vinculação entre investidor, empreendedor e titular da plataforma (*in casu*, da Broota). Nessa nova forma de vinculação, uma SPE formada pela sociedade investida e por sócios da titular da plataforma recebia recursos do investidor e perante ele se obrigava não somente a devolver o valor principal tomado em empréstimo, corrigido monetariamente e acrescido de juros, mas também a converter, em determinadas situações, o direito de crédito fundado na quantia emprestada em direito de participação societária (em quotas ou, caso exigida a conversão do tipo societário, em ações).

Em face da dinâmica descrita, entendeu-se adequada e coerente, para com o ordenamento jurídico brasileiro, a qualificação do negócio jurídico como contrato de mútuo, nos termos do art. 586 e seguintes do Código Civil (BRASIL, 2002).

É da essência do mútuo que o objeto contratual seja composto por bens fungíveis, isto é, aqueles que podem ser substituídos por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade para fins de cumprimento da prestação devida (TELES, 2014, p. 27). Considerando que o mútuo consiste em tipo contratual pelo qual uma das partes empresta à outra coisa fungível, tendo esta outra o dever de restituir, em igual quantidade, bens do mesmo gênero e qualidade (GOMES, 1995, p. 318), não se antevê dificuldade em amoldar as características e elementos do mútuo nessa segunda modalidade contratual estabelecida na plataforma Broota.

Observe-se que o investidor assumia a posição de mutuante, porquanto entregava quantia em dinheiro, bem fungível, com a expectativa de recebê-lo de volta da SPE investida, que assumia o dever de restituí-lo na data marcada com o acréscimo de correção monetária e de juros remuneratórios⁸², conforme taxa previamente acordada entre as partes.

A necessária previsão de prazo determinado para a devolução do recurso emprestado ou para que o investidor exercesse o direito de conversão de seu crédito em direito sobre participação societária reforçou ainda mais o enquadramento desse arranjo como mútuo. É importante notar que, embora esse negócio jurídico demonstrasse carregar

⁸² Como se afirmou ao longo dos estudos de caso conduzidos neste trabalho, algumas plataformas de *crowdfunding* com emissão de valor mobiliário abrangem operações de mútuo remuneratório (feneratício), prevendo a necessidade de pagamento de juros sobre a quantia emprestada, caso não se exerça o direito de conversão. Outras, ao revés, preveem tão somente a necessidade de atualização monetária na devolução. Aquelas em que os contratos preveem a incidência de juros remuneratórios devem se subsumir aos termos do art. 591 do Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002), segundo o qual os juros estimados não poderão ser superiores à taxa que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional. Situação diferente se dá com o mútuo bancário, em que a limitação das taxas de juros advém do Conselho Monetário Nacional (TELES, 2014, p. 28).

elementos compatíveis ao mútuo, era igualmente marcado pela possibilidade de o investidor converter o crédito de sua dívida em crédito derivado de participação societária (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008, p. 602). A possibilidade de optar pela conversão configurava-se em direito potestativo atribuído em favor daquele que emprestou recursos financeiros (AMARAL, 2014, p. 82)⁸³.

A dinâmica e as características desse negócio jurídico em muito se aproximavam daquelas vistas nas debêntures conversíveis – art. 52 e seguintes da Lei n. 6.404/1976 (BRASIL, 1976) –, ou seja, títulos nominativos registrados ou escriturais que representam para seu titular o direito de crédito a determinada importância emprestada para a companhia e que, mediante a cláusula de conversibilidade, atribui ao titular o direito de optar pela conversão da sua condição de debenturista para acionista, conforme prazos e condições estabelecidos no boletim de emissão (CARVALHOSA, 2002, p. 856; SANTOS, 2012, p. 217). Saliente-se, contudo, que a referida aproximação não foi referendada pelo legislador, já que a Lei n. 6.404/1976 reserva a possibilidade de emissão de debêntures às sociedades anônimas.

É verdade que, ao menos em doutrina, já se admite a viabilidade de a sociedade limitada emitir debêntures com base no argumento de que caberia à CVM regular a emissão de tais títulos (FERNANDES, 2010). Com efeito, a Instrução Normativa n. 476/2009, responsável pela regulação das ofertas públicas com esforço restrito, permitiria que sociedades empresárias, incluindo as organizadas sob a forma de sociedade por

⁸³ Importa frisar que o instituto do mútuo em si está mais diretamente associado à noção de endividamento e de dívida (*debt*) que à ideia de participação societária (*equity*). Não seria desarrazoado, nesse sentido, pensar ser mais coerente associar o segundo arranjo contratual em exame ao modelo de negócios encampado nas plataformas de *debt-based crowdfunding*. Contudo, a necessária previsão da cláusula de conversibilidade dos direitos fundados no empréstimo em direitos de participação societária é reveladora das intenções manifestadas por sociedades empresárias e investidores: permitir que o investidor seja incorporado no quadro social da sociedade investida tão somente em situações que demonstrem o potencial ou que já signifiquem algum retorno financeiro aos aportes inicialmente feitos na qualidade de mútuo. Trabalha-se com contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade justamente para privilegiar a posição do investidor que se propõe a participar de empreendimentos de reconhecido risco. Embora tenha-se deparado com aqueles que defendem a ideia de que, seguindo rigorosa terminologia técnica, caso o investidor não opte por se tornar sócio da sociedade investida, em vez de *equity crowdfunding*, ter-se-á o *debt crowdfunding* (NOGUEIRA, 2007), entende-se que, ainda nesse caso, estar-se-á analisando a primeira atividade. Afinal, na realização de empréstimos, estrutura basilar das atividades conduzidas nas plataformas de *debt-based crowdfunding*, há necessariamente a intermediação de instituição financeira e a regulação do Banco Central, o que não se observou nos estudos de caso realizados na pesquisa conduzida sobre o funcionamento das plataformas de *crowdfunding* com emissão de valor mobiliário. Por outra via, os negócios abrangidos nessas últimas plataformas podem comportar tanto a emissão de títulos representativos da propriedade de sociedades empresárias (como quotas e ações), como títulos de dívida – sob a expressão valores mobiliários, coexistindo ambas as modalidades (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 5).

quotas de responsabilidade limitada, procedessem à emissão de debêntures. Daí que, por não limitar a possibilidade de emissão de debêntures a determinado tipo societário, a referida instrução abriria margem ao entendimento de que se poderia estendê-la, também, às sociedades limitadas⁸⁴.

Contudo, a Instrução Normativa CVM n. 476/2009 expressamente restringe o seu escopo às debêntures não conversíveis, conforme disposto em seu art. 1º, inciso III (BRASIL, 2009). Desse modo, tem-se prejudicada a possibilidade de enquadramento do direito decorrente do segundo modelo contratual veiculado por meio da plataforma como debênture conversível.

Considera-se que o segundo negócio jurídico objeto de estudo, celebrado por meio da plataforma Broota, portanto, deveria ser tratado como espécie de mútuo que atribui ao credor o direito potestativo de converter seu crédito decorrente de empréstimo em crédito derivado de participação societária sobre a sociedade investida.

Em síntese, com base em análise fidedigna à forma como as plataformas operavam na prática até a publicação da IN CVM n. 588/2017, foram identificados três negócios jurídicos distintos, dois dos quais potencialmente sujeitos à regulação da CVM, como será explicado adiante: (i) contrato preliminar para fins de formação ou aumento de capital social; e (ii) contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária⁸⁵.

⁸⁴ O entendimento foi sustentado no Projeto de Lei n. 6.322/2013, de autoria do Deputado Carlos Bezerra, atualmente em pauta para discussão na Comissão de Finanças e Tributação (CFT) da Câmara dos Deputados, a partir do qual a sociedade limitada poderá emitir debêntures (BRASIL, 2013).

⁸⁵ Na análise sobre o funcionamento das plataformas, cogitou-se de os negócios jurídicos celebrados por seu intermédio poderem ser juridicamente qualificados como (i) doação com encargo; (ii) promessa de recompensa; ou (iii) patrocínio. Contudo, descartou-se a qualificação desses negócios jurídicos como doação com encargo por dois motivos principais. Em primeiro lugar, o negócio jurídico "doação" tem como elemento caracterizador o *animus donandi* (a vontade do doador de diminuir o seu patrimônio em favor de terceiro). Não se enxerga, todavia, essa vontade ou intenção nos negócios celebrados nas plataformas. Ao oposto, tem-se clara a expectativa e a intenção de lucro por parte dos investidores. Em segundo, na doação com encargo, é tão somente o doador que estipula, unilateralmente, a contraprestação a ser observada pelo donatário. Porém, o que se observou nas plataformas é que cumpre essencialmente ao empreendedor (receptor dos recursos) a definição dos termos em que o investimento será efetuado. Descartou-se, também, o enquadramento desses negócios como promessa de recompensa, prevista nos termos do art. 854 do Código Civil (BRASIL, 2002). Na qualidade de ato unilateral, as obrigações derivam da vontade de uma única pessoa, formando-se no exato instante em que essa vontade é manifesta ou declarada, independentemente da existência ou não da adesão de outra vontade para a formação da promessa de recompensa (PEREIRA, 2012, p. 467-468). Ocorre que os negócios intermediados na plataforma não são formados instantânea e exclusivamente por meio da vontade declarada do empreendedor. Ressalte-se: nenhuma transferência de recursos é transferida sem a prévia adesão dos investidores e, ainda, sem a adesão de apoiadores cujos investimentos sejam suficientes à reunião dos recursos inicialmente requisitados pelo empreendedor. Porquanto na promessa de recompensa apenas uma das partes é detentora de direitos e deveres, nos negócios jurídicos celebrados a partir das plataformas empreendedores e investidores são legítimos possuidores de direitos e deveres. Finalmente, entendeu-

Qualquer das referidas modalidades se instrumentalizava por meio de contratos. No primeiro caso, o contrato era celebrado entre as sociedades investidas e aqueles que investem seus recursos em troca do compromisso de que participariam da sociedade investida na *condição de sócios*. No segundo, a relação de investimento era formalizada por, de um lado, SPE constituída entre a sociedade investida e sócios da titular da plataforma e, de outro, por investidores que aproveitavam a prerrogativa de iniciar a relação na *condição de credores* e, verificadas determinadas circunstâncias, participar do empreendimento investido na *condição de sócios*.

Alinhando a discussão com os propósitos da pesquisa, a delimitação dos negócios jurídicos até recentemente celebrados por meio das plataformas é etapa necessária para analisar em que medida os usos e práticas de *captação coletiva de recursos pela internet* se sujeitavam à regulação da CVM.

2 A REGULAÇÃO DA CVM SOBRE A ATIVIDADE EMPRESARIAL

No segundo capítulo da dissertação analisa-se a regulação exercida pela CVM sobre a atividade empresarial. O objetivo central da discussão proposta é a delimitação da competência atribuída ao órgão regulador pelo legislador brasileiro, nos termos da Lei n. 6.385/1976.

De maneira secundária, mas igualmente relevante aos fins a que se propõe na pesquisa, são apresentadas teorias que justificam a atividade regulatória e os fundamentos, previstos em Direito, que norteiam a forma como o Estado promoverá sua intervenção no domínio econômico. Antes de buscar valorar determinada iniciativa regulatória do Estado (como boa ou ruim), buscar é necessário entender as razões e os efeitos pretendidos com a intervenção.

É com base nesse discurso causal-finalístico que se espera reunir subsídio teórico para não somente avaliar a regulação do Estado brasileiro antes e depois da publicação da IN CVM n. 588/2017 sobre a prática de *captação coletiva de recursos pela internet mediante a emissão de valor mobiliário*, mas também a conveniência e o

se não ser devido o enquadramento dos negócios jurídicos celebrados nas plataformas como contrato de patrocínio, pelo fato de este último apresentar, como finalidade precípua, a valorização à publicidade (finalidade publicitária) da marca e da imagem daquele que contribui financeiramente (AIRES, 2016).

interesse de fazê-lo – vetores das análises propostas no terceiro e quarto capítulo, respectivamente.

2.1 A regulação estatal

A regulação sintetiza, na essência, a forma de relacionamento entre Estado e particulares. Funda-se na valorização do papel do mercado e de mecanismos concorrenciais para estabelecer padrões de conduta cogentes e mitigar eventuais conflitos entre particulares. Trata-se de relação baseada no reconhecimento da aptidão destes últimos para a promoção do bem comum, recaindo sobre o Estado o encargo de estabelecer as “regras do jogo” e de fiscalizar a atuação dos particulares em consonância com as prescrições do ordenamento jurídico (GUIMARÃES, 2007, p. 62).

Essa percepção está associada ao processo histórico de interação entre Estado e particulares, bem como ao protagonismo capitaneado pelo primeiro para implementar políticas públicas. Por vezes, posicionou-se como válvula propulsora direta da economia, atraindo para si efetiva e direta participação no mercado; noutras, simplesmente reservou-se propiciar as condições mínimas para que os próprios agentes econômicos pudessem transacionar e se desenvolver.

A abrangência do discurso histórico que se faz sobre *atividade regulatória* varia de acordo o conceito adotado de *regulação*. Caso seja entendido como forma de atuação estatal sobre o domínio econômico (PINHEIRO; SADDI; 2005, p. 458), o marco temporal lógico será a constituição do Estado em si e sua aptidão para intervir na economia. De outra forma, vincular a *regulação* às atividades estatais de elaboração de normas e de fiscalização de agentes que atuam em determinado segmento sobre o qual se pretende intervir (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 15) pressupõe a existência de aparato legal-normativo capaz de operacionalizar a intervenção, de forma que, na sua ausência, não haveria espaço para se discutir sobre *regulação*.

A mensuração das condições materiais para intervenção do Estado no domínio econômico para fins de conclusão sobre se tratar ou não de Estado Regulador decerto, envolve análise aprofundada que foge aos objetivos propostos. Por esse motivo, adota-se, neste trabalho, a noção de que *regulação* representa, em última análise, *forma de atuação estatal sobre o domínio econômico*.

Nessa linha, tende-se, tradicionalmente, a adotar a divisão entre Estado Liberal, Estado Social e Estado Democrático ou Regulador para explicar as mudanças

no perfil interventivo dos Estados ao longo do tempo (CARVALHO FILHO, 2012, p. 797). A classificação não se restringe ao âmbito econômico, filiando-se mais diretamente à ideologia adotada pelo Estado para condução da atividade administrativa (CENCI; BEDIN; FISCHER, 2011, p. 79).

Sabe-se que essa divisão não evoluiu de forma estanque, havendo, na ideologia liberal⁸⁶, Estados marcadamente interventivos e, quando da emergência e consolidação dos Estados Sociais, países que mantinham ideologias claramente liberais. Não obstante isso, a divisão tradicionalmente proposta contribui para uma visão panorâmica – suficiente à proposta do capítulo – do contexto de consolidação histórica da atividade reguladora pelo Estado.

O Estado Liberal surge no contexto do movimento econômico-político, liderado pela classe burguesa, que buscava o abstencionismo estatal no domínio econômico. Bonavides (2007, p. 40-42) sumariza o contexto afirmando que, “na doutrina do liberalismo, o Estado foi sempre o fantasma que atemorizou o indivíduo”. O perfil interventivo do Estado assentava-se, majoritariamente, nos postulados de livre iniciativa, liberdade contratual, autonomia privada, propriedade e nos direitos individuais. Dada a aproximação entre o contexto de surgimento do Estado Liberal e a consolidação da classe burguesa, as intervenções realizadas por reis e governantes no domínio econômico buscavam, em geral, preservar interesses de comerciantes e profissionais liberais (GRAU, 2010, p. 19).

Os valores defendidos materializavam-se, muitas das vezes, na tentativa de preservação dos interesses individuais em face do exercício do poder absoluto pelos monarcas. Diz-se, todavia, que foi a própria burguesia que contribuiu para o surgimento de um novo perfil interventivo estatal, mais comprometido com a igualdade material e com os direitos sociopolíticos de seus nacionais (CARVALHO FILHO, 2012, p. 898). A tônica individualista impressa nas relações e a busca desenfreada pelos lucros tornou prejudicada a manutenção da livre concorrência e da livre iniciativa, postulados máximos do período liberal (SOARES, 2008, p. 81-82).

As tensões sociais decorrentes de uma crescente desigualdade social marcaram o período de transição para o Estado Social. O novo perfil assumiu uma visão

⁸⁶ O liberalismo é concebido como uma ideologia fundamentada nas ideias de livre comércio, democracia, autodeterminação e nacionalismo. Defende-se a ideia de um Estado Mínimo, destinado a intervir nas relações entre particulares e no domínio econômico apenas quando o próprio mercado não se mostrar suficiente (CENCI; BEDIN; FISCHER, 2011, p. 79-82).

paternalista e assistencialista, fundamentada na ideia de que lhe competiria garantir a igualdade e combater as distorções sociais (BONAVIDES, 2007, p. 203). O Estado Mínimo, característico do período liberal, não era suficiente. A agenda estatal passou a se preocupar, além de com as garantias individuais, com a coletividade e com os direitos transindividuais. Para responder às novas demandas, o Estado valeu-se de intervenções diretas sobre o domínio econômico, o que exigiu uma estrutura mais robusta e complexa, que acarretou o aumento do gasto público (DI PIETRO, 2001, p. 28).

Ante ao cenário de endividamento público crescente e de restrições excessivas ao exercício da atividade econômica, passou-se a questionar a proposta do Estado Social. A necessidade de modificar a forma como o Estado interagia com os particulares e com o mercado foi contraposta pelo surgimento de um novo perfil, capaz de valorizar tanto as garantias individuais como os direitos sociais e transindividuais: o Estado Regulador.

A atuação do Estado Regulador reservou-se às situações em que as soluções advindas da iniciativa privada não eram satisfatórias ou alinhadas ao interesse social. Para balizar essas situações, o Estado dispõe de um conjunto de regras, ora mais restritivas, ora mais flexíveis sobre o domínio econômico. Defende-se, portanto, Estado sensível a essa análise de necessidade e conveniência interventiva, em que “sua interferência não seja nem máxima – como no socialismo – nem mínima, como no liberalismo, mas sim, adequada ao contexto vivido pelo país” (JAKOBI, 2011, p. 78).

No Brasil, o movimento que deu origem ao desenvolvimento do *Estado Regulador* iniciou-se, de maneira mais deflagrada, na década de 1980. Todavia, tratando-se do exercício da *função regulatória*, o marco temporal de desenvolvimento inicial é anterior. Essa função, assim entendida como parcela da atividade administrativa de intervenção do Estado no mercado, já era concebida, por exemplo, desde a previsão normativa de atuação Banco Central na regulação da moeda e da estabilidade financeira do país (SOUTO, 2008, p. 1).

Tomando o *Estado Regulador* em conta, observa-se que o Brasil da década de 1980 sinalizou orientar-se, basicamente, por três vertentes distintas: (i) privatização de empresas públicas ou de participações públicas em empresas mistas, (ii) liberalização de atividades e setores econômicos até então reservados ao setor público ou dependentes de concessão ou autorização pública, e (iii) desaparelhamento estatal (MOREIRA, 1997, p. 43).

O legislador brasileiro contemplou essas diretrizes no Programa Nacional de Desestatização (PND), implementado com base na Lei n. 8.031/1990 (BRASIL, 1990). O PND pretendia, em essência, readequar a posição estratégica do Estado brasileiro, retomar investimentos em empresas transferidas à iniciativa privada e concentrar as atividades administrativas em setores estratégicos da economia. Na terminologia adotada por Grau (2010, p. 133), o Estado passou a instrumentalizar uma intervenção “sobre” o mercado, e não “no” mercado, frisando a transição para uma participação fundamentalmente indireta sobre o domínio econômico.

A adoção do Estado Regulador pelo legislador brasileiro foi respaldada pela redação do art. 174 da Constituição Federal de 1988 (BRASIL, 1988). A previsão constitucional consagrou a intenção do Estado de substituir a aparelhagem formatada para uma constante e massiva participação no mercado por uma intervenção indireta sobre o domínio econômico, marcadamente realizada com a edição de normas⁸⁷ e do exercício do poder de polícia (SALOMÃO FILHO, 2008, p. 21). A substituição intencionada pelo Estado foi delineada em contexto marcado pela insuficiência de recursos públicos para atendimento do interesse público e pela busca de eficiência nesse ínterim (SOUTO, 2008, p. 01).

O processo histórico, acima descrito, é demonstrativo de que a noção de regulação está, por um lado, intimamente relacionada à figura do Estado. Por outro, foi construída em face do reconhecimento da necessidade de exercício de controle e de intervenção sobre o domínio econômico. A necessidade interventiva advém do fato de que as normas socialmente convencionadas não se mostram suficientes, em algumas situações, para atingir finalidades coletivamente almejadas. Com essa justificativa, atribui-se ao Estado o poder de adotar medidas visando garantir que os particulares observem determinados comportamentos para a preservação do interesse social (COFFEE JR., 2001, p. 1-2).

Conceito originário do domínio econômico, o termo “regulação” foi cunhado no seio do debate sobre a eventual necessidade de intervenção sobre o mercado para a correção de falhas estruturais⁸⁸ (GUIMARÃES, 2007, p. 61). Com efeito, o Estado

⁸⁷ A edição de normas é, ao lado das funções executiva e judicante, uma das atribuições avocadas pelo Estado Regulador. Trata-se, contudo, de atribuição limitada, porquanto apenas a Lei é apta a inovar no universo jurídico, criando direitos e obrigações. As normas regulatórias, ao revés, têm índole eminentemente técnica e visam integrar, interpretar e concretizar a generalidade das Leis (SOUTO, 2008, p. 2-4).

⁸⁸ Por falhas estruturais, compreende-se a assimetria de informação entre agentes econômicos; a existência de poder econômico a possibilitar que agentes econômicos fiquem à margem das regras

pode representar, simultaneamente, grande incentivo e grande ameaça ao desenvolvimento de qualquer indústria ou mercado (STIGLER, 1971, p. 3). Diante de seus poderes para permitir ou restringir, para financiar ou para cobrar, o Estado exerce relevante papel seletivo na definição das áreas socialmente sensíveis que devem prosperar.

A análise de quais domínios devem ser contemplados por incentivos ou por restrições foi objeto de vários estudos e alcançou tamanha importância no meio acadêmico que ensejou o surgimento de linha teórica particular, que se convencionou denominar *Theory of Economic Regulation* (STIGLER, 1971, p. 3). De acordo com a Teoria da Regulação Econômica, qualquer interferência estatal sobre a economia deve passar pela análise sobre a forma de controle mais eficiente e sobre os efeitos pretendidos com a intervenção; somente nesses termos as medidas impostas podem refletir coerentemente o *animus* do Estado em relação a uma atividade ou segmento.

Para a designação de uma predeterminada política estatal que se estabelecesse com base nessa análise, veiculou-se, de forma expressa, o termo *regulation*⁸⁹. Como política de Estado tendente ora a favorecer, ora a limitar atividades e setores econômicos, abriu-se um relevante campo para discussão sobre a forma como essa intervenção ocorreria e sob quais limites ela seria balizada.

Restou incontroversa a interface entre Economia e Direito, porquanto a preferência ou a restrição de determinado segmento do mercado poderia passar pela interferência, direta ou indireta, do Estado sobre domínio econômico. Essa interferência materializa-se por deveres atribuídos ao Estado de dirigir, normatizar e sancionar condutas valoradas por lei de acordo com critérios notadamente técnicos (SOUTO, 2008, p. 2-3). Por esse motivo, economistas tiveram de ingressar constantemente sobre o domínio jurídico para melhor compreender a dinâmica regulatória (JAKOBI, 2011, p. 15-16).

estabelecidas; externalidades e fatos imprevisíveis; a possibilidade de utilização coletiva de bens comuns (diferentemente da lógica de exclusão que rege a utilização e a exploração de bens particulares) (NUSDEO, 2001, p. 138-167).

⁸⁹ Sobretudo a partir da Escola de Chicago, escola neoclássica de pensamento econômico que se baseou nos trabalhos desenvolvidos por seus professores (Chicago Faculty) como Coase (1960), Stigler (1971), dentre outros. Trata-se de uma das mais prestigiadas escolas de pensamento econômico, cujos pensadores foram contemplados com 12 prêmios Nobel. Em regra, as ideias veiculadas opunham-se à Teoria de Keynes, marcadamente associada ao intervencionismo estatal, e defendiam princípios liberais e propostas baseadas no livre mercado. Sua origem está associada ao discurso de Friedman, em 1956, no sentido de que, desde a década de 1930, teria a Universidade de Chicago desenvolvido uma teoria (*oral tradition*) contestando a ênfase comportamental da moeda com base em preços e a justificando a partir de regras de demanda (LAIDLER; SANDILANDS; 2010, p. 02).

Regulation não foi, todavia, termo cunhado exclusivamente por valorações provenientes da seara econômica. Na realidade, encampa ao menos três grandes áreas: (i) controle de entrada de agentes econômicos em mercados competitivos e em monopólios naturais; (ii) o *qualitative regulation*, assim entendido o controle indireto sobre preços, lucros e sobre a estrutura do mercado em si; e (iii) saúde, meio ambiente e direitos sociais (JOSKOW; NOLL, 1981, p. 3-4). Nesse sentido, o conceito extrapola aspectos meramente econômicos. A correção das falhas de mercado poderia ser, desta feita, um dos objetivos sociais perseguidos pelo Estado na sua atuação regulatória.

Soma-se a isso o fato e que o termo *regulação* é suscetível a interpretações distintas, uma vez que a tradução da palavra *regulation* para os idiomas francês e português carrega duas conotações possíveis: *régler*/regular e *réglementer*/regulamentar (MEDAUAR, 2002, p. 124).

A primeira delas (*régler*/regular), dotada de escopo de significância mais amplo, enfatizaria a função de que dispõe o Estado para intervir, fiscalizar, sancionar e estabelecer conjunto de regras de conduta e de controle sobre determinada atividade econômica visando proteger o interesse público. A segunda (*réglementer*/regulamentar), por sua vez, compreende prerrogativa exclusiva do Chefe do Poder Executivo cf. art. 84, inciso IV, da Constituição Federal de 1988 (BRASIL, 1988) para a expedição de regras, leis e decretos que tenham por função precípua explicitar ou dar execução a normas legais já existentes – isto é, sem que se possa criar, modificar ou extinguir direitos subjetivos (MEDAUAR, 2002, p. 123-125).

Significa dizer que a *regulação* sintetiza, de forma ampla, modalidade de intervenção estatal sobre o domínio econômico (PINHEIRO; SADDI; 2005, p. 458) e a *regulamentação* consubstancia, em última instância, prerrogativa em favor do Presidente da República para editar normas e regramentos para esclarecer ou executar leis já existentes⁹⁰.

Sob a mesma leitura, a atividade regulatória passou a ser expressamente tratada no ordenamento jurídico brasileiro a partir do citado art. 174 da Constituição Federal de 1988. O referido dispositivo legal determina que, na condição de agente *normativo* e *regulador* da atividade econômica, ao Estado cabe exercer as funções de fiscalização, incentivo e planejamento para um desenvolvimento nacional equilibrado.

⁹⁰ Frise-se, ainda, que o termo *regulation* não significa a edição de regulamentos, eis que essa atividade seria compreendida, na realidade, com base no termo *rulemaking*, uma espécie da primeira (MEDAUAR, 2011, p. 124).

De acordo com o referido dispositivo, a regulação reveste-se da condição de instrumento de implementação de políticas públicas pautado pela intervenção do Estado no domínio econômico.

Em face do exposto, por *regulação* entende-se a atividade estatal materializada a partir do emprego de instrumentos legais, aptos a ensejar e compelir agentes econômicos a adotarem determinado comportamento, para a implementação de objetivos socioeconômicos definidos (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 15). É esse o conceito adotado neste trabalho.

2.2 A regulação sob responsabilidade da CVM: entre a necessidade e a conveniência de se regular o mercado de valores mobiliários

A decisão do Estado de regular determinado segmento de mercado ou atividade é, por natureza, decisão política, que pode ser fundada em critérios técnicos, havendo de ser considerada a *conveniência* e a *necessidade* de intervenção estatal para se garantir o funcionamento adequado do mercado ou da atividade econômica (FRANCO, 2008, p. 18).

Nesse sentido, é razoável que a intervenção estatal no domínio econômico se mostre devida ou conveniente caso sejam identificados danos e desequilíbrios que, sem qualquer intervenção não haveriam de ser sanados. A interferência do Estado em dada atividade econômica “só se justifica se a ‘falha do estado’ for menor do que a ‘falha do mercado’; caso contrário, não vale a pena corrigir a falha do mercado, para se cometer uma falha ainda maior” (WERNEK, 2004, p. 606). A análise das causas e dos efeitos gerados pela intervenção estatal no mercado é, por conseguinte, a pedra de toque para verificar a necessidade e a conveniência de se regular.

A esse respeito, foram desenvolvidas teorias que informam os principais valores a orientar a decisão do Estado de regular, bem como fornecem elementos para a estruturação do modelo regulatório mais adequado a determinada atividade econômica.

Na primeira delas, conhecida como *Teoria do Interesse Público*, defende-se a ideia de que a intervenção estatal para correção de práticas mercantis ineficientes é medida necessária para a promoção do *interesse público*. A existência de monopólios comerciais, de assimetria de informações e de condutas oportunistas representa ameaça ao bem-estar social. Parte-se da premissa de que o mercado é falho por natureza e que

a redução da possibilidade de danos e prejuízos estaria condicionada à regulação estatal (FRANCO, 2008, p. 19-23).

A *Teoria do Interesse Público* foi alvo de críticas contundentes sobre a forma como se concebia a realidade e sobre as premissas adotadas para justificá-la. As críticas assentavam-se em três argumentos principais. O primeiro deles era o de que, historicamente, o mercado teria condições de naturalmente se reequilibrar ou de sanar alguma “falha” sem necessidade de intervenção estatal. Em segundo plano, ainda que algumas falhas pudessem ser identificadas, haveria métodos privados de resolução de controvérsias que poderiam dirimir os conflitos existentes. Finalmente, argumentava-se que os governos seriam ineficientes e possivelmente corruptos para serem responsáveis por tal intervenção no mercado (SHLEIFER, 2005, p. 440). A essência de todos os argumentos residiria no fato de que

[...] the domain of market failure or socially harmful conduct that is not automatically controlled by impersonal forces of competition is extremely limited, and therefore so is the scope for any desirable intervention by the state (SHLEIFER, 2005, p. 440-441)⁹¹⁹².

Uma segunda vertente teórica é denominada *Teoria da Captura* (ou *Teoria da Falha Regulatória*). Assim como a corrente anterior, considera-se que a pretensão regulatória advém da finalidade de preservar o interesse público e o bem-estar coletivo. Entretanto, o desenvolvimento da atividade regulatória acaba por deturpar essa finalidade, respondendo, na realidade, a demandas de setores específicos que se valem da intervenção estatal para maximizar seus lucros. É dizer que a regulação beneficiaria apenas alguns poucos setores econômicos – justamente aqueles que mais “lucram” com a intervenção estatal (FRANCO, 2008, p. 19-23).

Critica-se, contudo, a *Teoria da Captura* por não ser sustentada por substrato teórico firme ou estudos empíricos mínimos que possam comprovar o benefício de alguns poucos setores em detrimento da coletividade e, ainda, que “se as indústrias

⁹¹ “[...] o domínio de falhas de mercado ou de condutas socialmente danosas que não são automaticamente equalizadas por forças impessoais de concorrência é extremamente limitado e, no mesmo sentido, assim também é o escopo para qualquer intervenção desejável pelo Estado. (Tradução nossa.) Afirma-se que, mesmo nos casos em que as regras de mercado e competição não sejam suficientes para responder às supostas falhas e desequilíbrios existentes, cortes imparciais, desvinculadas da máquina estatal, poderiam resolver os litígios mediante a execução forçada dos contratos firmados entre os envolvidos (COASE, 1960, p. 1-44)(SHLEIFER, 2005, p. 440-441).

⁹² Afirma-se que, mesmo nos casos em que as regras de mercado e competição não forem suficientes para responder às supostas falhas e desequilíbrios existentes, cortes imparciais, desvinculadas da máquina estatal, poderiam resolver os litígios mediante a execução forçada dos contratos firmados entre os envolvidos (COASE, 1960, p. 1-44).

fossem tão influentes a ponto de ‘capturar’ uma agência, provavelmente teriam poderes para evitar a criação de agências reguladoras” (FRANCO, 2008, p. 21).

Diante das referidas críticas, houve espaço para o surgimento de uma terceira corrente, denominada *Teoria Econômica da Regulação*. Em contraposição à possibilidade de captura de agências reguladoras, estima-se que as influências na dinâmica regulatória provêm indistintamente de toda parte e não de grupos certos e determinados.

A *Teoria Econômica da Regulação* foi inaugurada por Stigler (1971). No artigo intitulado “*The theory of economic regulation*”, frisou-se a ideia de que os órgãos reguladores poderiam ser “capturados” por várias indústrias, cada qual procurando preservar os interesses de seus agentes. O autor afirmou haver mais força nas dinâmicas naturais de mercado que nas – ainda que existentes – influências de “grupos capturados”. Haveria, portanto, o que denominou “voto econômico”, consistente na decisão do consumidor de adquirir determinado produto ou serviço de acordo com o nível de conhecimento e interesse que possui sobre a matéria. Em geral, as influências a ladear o processo decisório regulatório não seriam aptas a superar ou desprezar o “voto econômico” (FRANCO, 2008, p. 19-23).

A despeito da abordagem de cada uma das três teorias apresentadas, reconhece-se a dificuldade de se valer de uma ou de outra para explicar todos os possíveis fundamentos utilizados pelo Estado para decidir regular determinada matéria. Por ser decisão política, a definição da conveniência ou necessidade de regulação pode se assentar em diversos interesses – por vezes, provenientes da coletividade em geral, por vezes, oriundos de grupos específicos.

O mercado, no mesmo sentido, compõe-se de um espectro plural e dinâmico de agentes, atividades e interesses, o que torna árdua a tentativa de apontar uma explicação única a nortear a decisão do Estado de intervir no domínio econômico.

Esse contexto é particularmente sensível para o mercado de valores mobiliários brasileiro, em que se demonstra reunir, em maior ou em menor medida, elementos das três teorias apresentadas – interesse público, “captura” e “voto econômico”. Não se pode negar a busca do órgão regulador do mercado de valores mobiliários (CVM) pela preservação do bem-estar coletivo (como por meio da realização de audiências públicas prévias à elaboração de instruções normativas); tampouco da existência de uma agenda de interesses manifestados por investidores, por sociedades empresárias emissoras e por outros agentes intermediários.

A essa agenda se somam, contudo, cadeias de relações negociais e interesses múltiplos (SANTOS, 2011, p. 34). A emissão e a circulação de valores mobiliários são viabilizadas por uma série de negócios e por agentes intermediários diversos (como corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, agentes de compensação e liquidação, bolsas de valores, consultores técnicos e investidores). Esses agentes manifestam complexo emaranhado de interesses e são capazes de “capturar” a regulação da CVM⁹³.

Em vista deste cenário plural e dinâmico, indicativo da possibilidade de influência do órgão regulador por diferentes agentes e grupos de interesse, a *Teoria Econômica da Regulação* parece oferecer uma leitura mais adequada e compatível com a postura adotada pelo Estado em face do mercado de valores mobiliários. Ao abrigar interesses provenientes de grupos e segmentos variados, o “voto econômico” a que Stigler (1971) faz referência compreende as influências e interações que motivam as decisões regulatórias da CVM.

A regulação estatal realizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) demonstra o interesse de o Estado intervir sobre o segmento e estimular ou compelir determinados comportamentos nos agentes que dele participam. O interesse social sobre o mercado de valores mobiliários reside, essencialmente, no fato de se lidar com a

⁹³ A título de ilustração, pode-se constatar que a IN CVM n. 461/2007 pautou-se, dentre outros fatores, pelo interesse específico de aprofundamento na temática de autorregulação bursátil. Os termos do Relatório de Audiência Pública que fundou a emissão da instrução normativa são claros nesse sentido: “Certamente um dos pontos em que a CVM pretende obter uma contribuição mais intensa, durante a discussão pública do projeto, diz respeito às atividades de autorregulação do mercado pelas bolsas e demais mercados regulados” (BRASIL, CVM, 2007, p. 1). Por outro lado, a IN CVM n. 476//2009 (BRASIL, CVM, 2009) instituiu regime simplificado para a oferta de valores mobiliários, dispensando de registro a emissão e o emissor em determinadas circunstâncias. O órgão regulador visou, com a regulação, reduzir o custo envolvido em transações envolvendo valores mobiliários e fomentar a participação mais ampla de sociedades empresárias e investidores nesse mercado. Sob o mesmo enfoque, o Estado brasileiro já reconheceu a necessidade de regular o *crowdfunding*, objeto específico da dissertação. A partir da Audiência Pública SDM 06/2016, a CVM julgou oportuna e necessária a abertura de fórum de discussão sobre “a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na CVM e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo” (BRASIL, CVM, 2016). Na minuta que introduz a chamada da audiência pública, afirma-se que somente os negócios jurídicos a envolver valores mobiliários atraem a competência da CVM e, portanto, estão abrangidos no procedimento de consulta. Com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores; ampliar a qualidade dos instrumentos de captação de recursos para empresas em fase inicial; promover a proteção adequada dos investidores; e prover segurança jurídica à atuação das plataformas e a empreendedores de pequeno porte (BRASIL, CVM, 2016), a CVM sinaliza o entendimento de que a atividade encampada no *equity crowdfunding* deve ser objeto de discussão de natureza regulatória. A Audiência Pública foi finalizada em dezembro de 2016 e abrangeu manifestações encaminhadas por entidades, sociedades empresárias e escritórios de advocacia interessados na temática.

poupança popular e de materializar fonte de captação de recursos para sociedades empresárias.

No mercado de valores mobiliários, são celebrados negócios jurídicos destinados a canalizar recursos de poupadores (investidores ou agentes superavitários) para sociedades empresárias (agentes deficitários) mediante emissão de valores mobiliários. É, com efeito, um grande incentivo a que sujeitos empresariais possam ter, de modo alternativo ao mercado de crédito bancário, acesso direto a recursos de investidores em geral (YAZBEK, 2007, p. 131-133). Não se pode ignorar, ainda, a necessidade de que o mercado de valores mobiliários se aproveite de alta credibilidade para que tanto investidores destinem suas poupanças como para que sociedades empresárias se valham das estruturas e mecanismos do segmento para o desenvolvimento de suas atividades (CANTIDIANO, 1996, p. 25).

Por certo, a alocação de capital e a alavancagem empresarial são assuntos de evidente relevância social. Decisões tomadas na área influem na taxa de emprego, no poder de compra da sociedade e no crescimento econômico do país. A regulação do Estado sobre o mercado de capitais materializa, nesse sentido, verdadeiro instrumento de política econômica (FRANCO, 2008, p. 28-29).

Analisando especificamente a realidade brasileira, a tangibilidade social que a matéria carrega é associada à percepção de que as normas vigentes no ordenamento jurídico não são suficientes para obrigar determinadas condutas, preservar interesses, fomentar práticas, e sancionar descumprimentos e omissões. Tampouco se pode dizer que os códigos de conduta do mercado ou os costumes comerciais são aptos a garantir o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários preservando-se os interesses de investidores e facilitando o acesso ao crédito pelas sociedades empresárias. Isto é, nem a legislação civil-comercial, nem a *Lex Mercatoria* mostram-se aptas a corrigir, de forma satisfatória, falhas e desequilíbrios identificados no mercado de valores mobiliários.

Por essas razões, seja em relação ao interesse social inerente à atividade, seja quanto à necessidade de controle e correção de comportamentos, entendeu-se cogente a estruturação de regime normativo e a criação de um órgão regulador especializado para normatizar, fiscalizar, sancionar e fomentar o mercado de valores mobiliários brasileiro e seus respectivos agentes. Nesse sentido, o legislador brasileiro previu a criação da

CVM⁹⁴, autarquia especial vinculada ao Ministério da Fazenda que dispõe de personalidade jurídica e patrimônio próprios, bem como autonomia financeira e orçamentária.

Porquanto necessária se mostre a intervenção estatal sobre o mercado de valores mobiliários, importa discutir em que termos a mesma é realizada. Para compreender a forma pela qual a prática de *captação coletiva de recursos pela internet* se sujeita à regulação da CVM, assume-se a relevância de analisar a abrangência da competência do órgão regulador, seus fundamentos regulatórios e os critérios normativos utilizados para balizar a sua intervenção sobre o mercado de valores mobiliários.

2.2.1 Competência e fundamentos regulatórios

O regime de competência da CVM é delimitado pela Lei n. 6.385/1976 (BRASIL 1976a). Dentre as matérias incluídas em seu escopo de atuação, releva citar a regulamentação do mercado de valores mobiliários; a atuação das sociedades anônimas; a administração dos registros dos agentes econômicos que atuam no segmento; e a fiscalização das atividades e serviços vinculados à circulação de valores mobiliários – art. 8º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Além de definir a competência da CVM, o legislador preocupou-se em delimitar expressamente as atividades sujeitas à regulação da autarquia, a saber: (i) emissão e distribuição de valores mobiliários; (ii) negociação e intermediação no mercado de

⁹⁴ O desenvolvimento inicial da estrutura regulatória brasileira sobre o mercado de valores mobiliários está associado à Lei n. 4.595/1964, que reconheceu expressamente a sua existência e o sujeitou ao controle do Conselho Monetário Nacional (CMN), e à Lei n. 4.728/1965 (BRASIL, 1965), responsável por discipliná-lo e por estabelecer medidas propícias a seu crescimento. Cerca de 10 anos mais tarde, promulgou-se a Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), responsável por criar e delimitar o escopo de atuação de seu órgão regulador, a CVM. De acordo com Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto da referida Lei n. 6.385/1976 (1992, p. 131), bem como da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976b), as principais providências legais poderiam ser agrupadas de acordo com as seguintes categorias: (a) definição de um quadro institucional que induzisse à criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (b) criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas de médio e longo prazos; (c) fiscalização das operações nos mercados de capitais segundo o modelo adotado nos Estados Unidos com base na *Securities and Exchange Commission*; (d) inovações, consideradas mais urgentes, na legislação do imposto sobre a renda, especialmente para coordenar as diversas incidências sobre rendimentos de títulos negociados nos mercados de valores mobiliários. Verifica-se que a regulação proposta foi estruturada para fomentar e induzir o crescimento do mercado de valores mobiliários, então incipiente. Tem-se clara, ainda, a nítida inspiração da legislação proposta na experiência norte-americana capitaneada pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Como será visto adiante, o viés intervencionista e a adoção do modelo regulatório estadunidense como referência serão a tônica das investidas da CVM sobre mercado de valores mobiliários brasileiro – notadamente, tratando-se do *crowdfunding* com emissão de valor mobiliário.

valores mobiliários; (iii) negociação e intermediação no mercado de derivativos; (iv) organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores; (v) organização, funcionamento e operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (vi) administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; (vii) serviços de consultor e analista de valores mobiliários – art. 1º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)). As atividades acima descritas somente serão validamente executadas no mercado de valores mobiliários caso sejam observados requisitos, condições e orientações emanados da CVM.

O fundamento da prática regulatória a cargo da CVM decorre da própria Constituição Federal de 1988. Na qualidade de órgão regulador, cumpre-lhe, nos termos do art. 174 da Constituinte, fiscalizar, incentivar e planejar o exercício da atividade econômica no mercado de capitais brasileiro (BRASIL, 1988). Para bem cumprir seu desiderato, a CVM dispõe de instrumentos normativos, executivos e judicantes. O órgão regulador congrega em si poderes para fiscalizar, disciplinar, executar e julgar/sancionar as atividades e agentes do mercado de valores mobiliários brasileiro (DUBEUX, 2006, p. 51-98).

Dentre os instrumentos normativos, pode-se ressaltar a edição de instruções normativas, e a publicação de orientações e manifestações de entendimento. Tratando-se de instrumentos executivos, destacam-se os poderes de fiscalização da aplicação de normas (inclusive a partir da celebração de convênios internacionais com entidades reguladoras de outros países), de intimação dos agentes econômicos para prestar informações, de defesa coletiva dos interesses de investidores – viabilizada, sobretudo, pela possibilidade de ajuizamento de ação civil pública, nos termos da Lei n. 7.347/1985 (BRASIL, 1985) e da Lei n. 7.913/1989 (BRASIL, 1989) –, de realização do registro de agentes econômicos e de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, de suspensão de negociações de valor mobiliário, de decreto do recesso imediato da bolsa de valores, de vedação de determinadas condutas (*stop orders*), e de instauração de processos investigativos. Finalmente, os instrumentos judicantes à disposição da CVM compõem-se, fundamentalmente, do processo administrativo sancionador (sem o qual nenhuma penalidade poderá ser aplicada pelo órgão regulador) e do termo de compromisso, mecanismo de composição entre a CVM e determinado

agente econômico para fins de equalização imediata de efeitos nocivos ao mercado de capitais (DUBEUX, 2006, p. 51-98).⁹⁵

A utilização de instrumentos normativos, executivos e judicantes pela CVM é norteada por finalidades específicas, nos termos do art. 4º da Lei n. 6.385/1976. De forma sumarizada, o órgão regulador do mercado de valores mobiliários visa estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações, de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra emissão irregular de valores mobiliários ou uso de informação relevante não divulgada no mercado; coibir fraudes destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta e preço; e assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados.

Em face do conjunto de finalidades a que se destina a CVM, resta nítido seu propósito central: garantir condições seguras e eficientes para circulação de valores mobiliários e proteger o investidor que decide aplicar sua poupança nesse mercado (JAKOBI, 2011, p. 104-105). Com efeito, a promoção do mercado de valores mobiliários passa, fundamentalmente, pela preservação de credibilidade e eficiência suficientes a estimular o ingresso de investidores e poupadores.

Ainda assim, reconhece-se o desequilíbrio, por vezes existente, entre agentes e interlocutores do mercado de valores mobiliários. O Estado admite a existência de uma assimetria informacional⁹⁶ passível de gerar conflitos entre investidores e emissores de valores mobiliários, entre investidores e intermediários, bem como entre investidores e

⁹⁵ Deve-se citar, nesse contexto, a recente publicação da Medida Provisória n. 784/2017, em 8 de junho de 2017 (BRASIL, 2017), responsável por ampliar os poderes sancionatórios do Banco Central (BACEN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Com a medida, tanto o BACEN como a CVM foram habilitados a celebrar acordos de leniência com pessoas físicas e jurídicas que tenham sido submetidos a investigações, além de estarem sujeitos a novos patamares máximos para aplicação de multas administrativas – no caso específico da CVM, esse limite passará a ser de R\$ 500.000.000,00 ou 20% do valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico (art. 37) (BRASIL, 2017).

⁹⁶ Há duas categorias de assimetrias diretamente associadas aos momentos *ex ante* e *ex post* da concretização de transação envolvendo valor mobiliário. A primeira está relacionada à opacidade de certas informações que poderiam auxiliar na avaliação de ativos financeiros, o que compromete uma análise de risco mínima sobre a viabilidade econômica do investimento. Mais que isto, o investidor apresenta, nesse contexto, dificuldades para analisar a situação econômico-financeira da sociedade investida e a coerência dos preços praticados no mercado. A segunda assimetria relaciona-se à dificuldade de se acompanhar o que é efetivamente feito com os recursos aplicados, isto é, há poucos instrumentos que permitem ao investidor fiscalizar as atividades da companhia tomadora de recursos. Há um inegável problema de agência na relação acionista/administrador, eis que, em geral, os detentores de títulos e valores mobiliários em face das sociedades empresárias investidas nem sempre tinham à disposição instrumentos significativos para fiscalizar a atuação e constatar o alinhamento de interesses junto àqueles que efetivamente as administram (SARNO, 2006, p. 35-36).

administradores de companhias. Nesse sentido, um dos objetivos precípuos da regulação capitaneada pela CVM é reduzir o déficit de informações (política de *disclosure*) e estabelecer proteções àqueles que destinarão suas poupanças à aquisição de valores mobiliários (JAKOBI, 2011, p. 105-106).

Nesse contexto, a intervenção estatal é não somente salutar para reequilibrar relações por natureza desequilibradas, mas necessária para garantir credibilidade ao mercado de valores mobiliários brasileiro. Incumbe especialmente à CVM materializar essa intervenção – seja mediante edição de resoluções, fiscalização de seu cumprimento, indução de comportamentos ou aplicação de sanções sobre as violações apuradas. Sob premissas e fundamentos regulatórios de proteção ao investidor, simetria e equilíbrio de condições, política de *disclosure* e preservação de credibilidade ao mercado de capitais e seus agentes, a CVM assume a responsabilidade regulatória de exercício do bastião de defesa e promoção do mercado de capitais brasileiro.

2.2.2 Critérios legais para a incidência regulatória da CVM

A discussão acerca dos critérios legais de incidência da regulação a cargo da CVM é, intrinsecamente, análise sobre a abrangência de sua atuação. Por se tratar da Comissão de Valores Mobiliários, responsável por regular o mercado de *valores mobiliários*, é natural que a primeira nota indicativa do que venha a ser regulado é o *valor mobiliário* em si⁹⁷.

Não obstante isso, o legislador prevê outros parâmetros delineadores do regime de competência da CVM. Além do *valor mobiliário* em si, o legislador brasileiro qualificou, na Lei n. 6.385/1976, situações em que seria devida a intervenção do órgão regulador e em que caberia a observância das regras e registros por ela impostos. Nesse sentido, indicou expressamente os *sujeitos* que poderiam fazer parte do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários mediante registro formal (art. 15 da Lei n. 6.385/1976), descreveu as *atividades e matérias* abrigadas sob a competência regulatória da instituição (art. 4º da Lei n. 6.385/1976) e prescreveu a *forma* dos atos e

⁹⁷ Frise-se, ainda, a existência de títulos negociados no mercado, não qualificados como valores mobiliários, tais como títulos da dívida pública federal, estadual e municipal; e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras (cf. art. 2º, § 1º, da Lei n. 6.385/1976) (BRASIL, 1976a). Não sendo qualificados como valor mobiliário, não são regulados pela CVM, mas pelo Banco Central.

atividades que, uma vez observada, ensejaria a regulação da CVM (art. 19 da Lei n. 6.385/1976) (BRASIL, 1976a).

A atuação da autarquia vai além do “universo de emissões e de poupadores” que deveria “ser entendido como o campo de atuação da CVM no âmbito de seus poderes” (SALLES, 1997, p. 103). Na realidade, materializa-se no controle dos *sujeitos* aptos a operar no mercado e das *atividades* que, mediante *forma* prescrita em Lei, envolvam *valores mobiliários*.

Precisamente, o norte pelo qual se pautou o legislador para qualificar *atividades*, *sujeitos* e *forma* de execução de atos passíveis de regulação da CVM é compreendido, nos termos da Lei n. 6.385/1976, nas noções de “valor mobiliário”, de “sistema de distribuição”, e de “oferta pública”, respectivamente (BRASIL, 1976a). A fronteira delimitadora das situações que estariam sujeitas à regulação da CVM passa pela compreensão e aplicação prática dessas noções.

Com base nesse entendimento, interessa analisar de que forma a CVM qualifica *sistema de distribuição*, as atividades de *emissão*, *negociação*, *intermediação* e *distribuição de valor mobiliário* e a *oferta pública*. É essa, por conseguinte, a estrutura de desenvolvimento adotada para o tópico.

2.2.2.1 Do critério pessoal: o Sistema de Distribuição

O legislador estabeleceu, com base no art. 15 da Lei n. 6.385/1976⁹⁸, os sujeitos que fazem parte do *Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários*. No § 1º do referido dispositivo normativo, definiu-se, ainda, a competência da CVM para delimitar as instituições que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários e os serviços que poderão ser prestados.

⁹⁸ “Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II – as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III – as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV – as bolsas de valores; V – entidades de mercado de balcão organizado; VI – as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: I – os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado; II – a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços” (BRASIL, 1976a).

Tem-se clara a preocupação do legislador em especificar *quem* estaria habilitado a operar no mercado de valores mobiliários. Essa preocupação se materializou mediante a indicação direta dos sujeitos aptos a desenvolver suas atividades nesse segmento e, ainda, mediante o condicionamento desse exercício à chancela específica do órgão regulador (CVM).

Em relação a esse primeiro aspecto (indicação direta dos sujeitos), com base na leitura do art. 15 da Lei n. 6.385/1976, fazem parte do *Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários* as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir, emitir ou revender valores mobiliários; as sociedades e os agentes autônomos que atuam na mediação e na negociação de valores mobiliários; as bolsas de valores; as entidades de mercado de balcão organizado; as corretoras de mercadorias; e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

A leitura das categorias previstas no art. 15, acima elencadas, permite dividir as instituições pertencentes ao *Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários* em dois grupos: (i) o *primeiro*, composto por entidades que aproveitam de definição legal própria; e (ii) o *segundo*, marcado por instituições que pertencem ao Sistema de Distribuição à medida que desenvolverem determinadas atividades.

Enquadram-se no *primeiro grupo*, como visto, as instituições financeiras nos termos do art. 17 da Lei n. 4.595/1964 (BRASIL, 1964); as bolsas de valores e as entidades de mercado de balcão organizado nos termos do art. 5º da IN CVM 461/2007 (BRASIL, CVM, 2007); as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as entidades de liquidação e compensação de operações com valores mobiliários nos termos da IN CVM 505/2011 (BRASIL, CVM, 2011). No *segundo grupo*, identificam-se as sociedades que tenham por objeto: a) distribuir valores mobiliários como agentes da companhia emissora ou como agentes autônomos; b) compra e revenda de valores mobiliários; ou c) a mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

É dizer que as entidades compreendidas no *primeiro* e no *segundo grupo*, acima descritos, compreendem rol de *sujeitos* aptos a operar no mercado de valores mobiliários (essa aptidão somente se consuma mediante autorização específica da CVM para atuarem no segmento).

Nos termos expressos do art. 16 da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), condicionou-se a atuação de agentes que se proponham a *distribuir, emitir, comprar, revender, mediar, fazer corretagem, compensar ou liquidar operações com valores*

mobiliários à obtenção de registro perante a CVM⁹⁹. Evidentemente, as sociedades do *segundo grupo* acima delineado, porquanto responsáveis por atividades encampadas no referido dispositivo normativo, somente podem operar no mercado de valores mobiliários mediante habilitação prévia perante o órgão regulador.

De outra monta, a CVM estabeleceu, por meio da Instrução Normativa CVM n. 461/2007, que a constituição, o funcionamento e a extinção de mercados organizados de valores mobiliários, dentre os quais aqueles estabelecidos nas bolsas de valores, mercadorias e futuros, bem como nos mercados de balcão organizado, dependem de sua prévia autorização. A autarquia reservou atividades de intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários a “instituições habilitadas a atuar como integrantes do Sistema de Distribuição” (art. 2º), aí se incluindo sociedades corretoras, entidades de compensação e liquidação – conforme termos da Instrução Normativa CVM n. 505/2011 (BRASIL, CVM, 2011). De igual forma, portanto, também as sociedades do *primeiro grupo* acima descrito devem ser previamente autorizadas pela CVM para desenvolverem suas atividades no mercado de valores mobiliários¹⁰⁰.

Não restam dúvidas de que sobre as entidades que compõem o *Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários* paira regulação específica sob responsabilidade da CVM. O tratamento específico é reflexo da preocupação do legislador em delimitar *quem* pode atuar e *quem* deve ser regulado. Há, como reiterado, um *controle de entrada/saída* sobre os sujeitos aptos a operar no segmento. Esse controle se delineia mediante a expressa indicação dessas entidades pela lei e mediante a institucionalização da necessária e prévia habilitação desses agentes perante o órgão regulador. O legislador se vale, de fato, da delimitação do *Sistema de Distribuição* para fixar a abrangência da regulação a cargo da CVM.

⁹⁹ De acordo com o art. 16, parágrafo único, da Lei n. 6.385/1976, apenas agentes autônomos e as sociedades com registro na CVM poderão exercer atividades de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora das Bolsas de Valores (BRASIL, 1976a).

¹⁰⁰ As autorizações concedidas pelo órgão regulador são mais rígidas, em termos de exigências a cumprir, caso a atuação do sujeito seja realizada em mercado organizado (aí incluídas as operações realizadas em bolsas de valores e entidades de balcão organizado). Sendo esse o caso, o legislador descreveu, nos termos do art. 51 da IN CVM 461/2007 (BRASIL, 2007), características levadas em conta pelo órgão regulador para autorizar a atuação de agentes componentes do *Sistema de Distribuição*, tais como a organização do pleiteante, os recursos materiais e humanos disponíveis e a idoneidade e a aptidão profissional dos responsáveis pelo pedido (NODA, 2010, p. 35-36).

2.2.2.2 Do critério material: emissão, negociação, intermediação e distribuição de valor mobiliário

A análise do critério material utilizado pelo legislador para delimitar a abrangência da regulação da CVM tem como ponto de partida o já citado art. 1º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), com base no qual foram determinadas as atividades sujeitas à regulação da autarquia: (i) emissão e distribuição de valores mobiliários; (ii) negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (iii) negociação e intermediação no mercado de derivativos; (iv) organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores; (v) organização, funcionamento e operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (vi) administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; (vii) serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

As atividades descritas envolvem *ações específicas*: emissão, distribuição, negociação, intermediação, organização, administração, custódia e prestação de serviços de consultoria. Essas *ações* são direcionadas a *objetos específicos* (valores mobiliários e derivativos) e a sujeito de direito particular (por exemplo, bolsas de valores, mercadorias e futuros). A junção entre as *ações específicas* e os *objetos* ou os *sujeitos* sobre os quais são realizadas assinala o *conteúdo* de atividade sujeita à regulação da CVM.

A despeito do conceito semântico de cada uma das *ações* descritas, a pedra de toque de uma análise sobre os critérios utilizados pelo órgão regulador para indicar as atividades sob sua guarda reside justamente nos *objetos* e nos *sujeitos* acima qualificados. É necessário, portanto, trazer breves considerações conceituais sobre as *bolsas*, os *derivativos* e os *valores mobiliários* a fim de pontuar as atividades de fato sujeitas à regulação da CVM.

As *bolsas de valores* provêm das feiras medievais, cuja periodicidade e especialização contribuíram para uma massiva expansão das cidades europeias durante a Idade Média. Com a proliferação dessas feiras passaram a surgir agentes especializados na intermediação de operações mercantis, mais tarde denominados “corretores” (MATTOS FILHO, 1986, p. 6).

No Brasil, as *bolsas de valores* foram inicialmente compreendidas como o local de encontro para que corretores pudessem negociar e comercializar seus títulos e mercadorias (BONINI, 2009, p. 21; SILVA, 2008, p. 70). Dada a relevância da atividade e o progresso econômico envolvido, o legislador não tardou a disciplinar a

atividade de corretagem. Com a edição do Código Comercial de 1850 (BRASIL, 1850), os corretores foram definidos como agentes auxiliares do comércio e, mais precisamente, como intermediadores de operações envolvendo mercadorias, navios e títulos públicos (art. 35). No mesmo diploma, previa-se que cabe ao próprio Estado nomear ou destituir os corretores e que o ofício pressupõe matrícula no Tribunal do Comércio do domicílio (art. 38). Os corretores nomeados receberam “patentes” outorgadas na Corte pelo Ministro da Fazenda, local em que prestaram seu juramento oficial (MATTOS FILHO, 1986, p. 07).

Com o Decreto n. 806/1851 (BRASIL, 1851), o legislador estabeleceu o Regimento dos Corretores para a Praça de Comércio do Rio de Janeiro. Nesse regimento, estruturaram-se as particularidades a serem observadas por aqueles que pretendessem exercer a corretagem e foi prevista, ainda, a existência de Juntas de Corretores, responsáveis pela fiscalização da atividade e de seus agentes (art. 41). As Juntas eram compostas pelos próprios corretores e, desde a sua criação, estabeleceram-se como órgão de classe apto a dialogar com o Estado e a representar os interesses daqueles que exerciam a corretagem.

As Juntas podem ser vistas como o embrião das bolsas de valores, sendo o seu regimento interno o primeiro documento legal a tratar de bolsas como o *local oficial de reunião dos corretores* (MATTOS FILHO, 1986, p. 7-8). Observa-se, principalmente em meio econômico, a utilização da expressão *bolsa de valores* como *espaço físico* em que se encontram possíveis compradores e vendedores de bens e títulos (YAZBEK, 2006, p. 204)¹⁰¹.

Foi somente com a Lei n. 2.146/1953 (BRASIL, 1953) que as bolsas passaram a ser assumidas como *órgãos auxiliares do poder público*, desprovidas, contudo, de personalidade jurídica própria. A definição foi criticada, eis que as bolsas de valores afastavam-se dos atributos compartilhados por entes da Administração Pública, como a vinculação orçamentária/patrimonial, a utilização de funcionários estatutários, ou a

¹⁰¹ A despeito do significado jurídico delimitado pelo legislador, observa-se que a expressão *bolsa de valores, mercadorias e futuros* é comumente utilizada, notadamente em âmbito econômico, com sentidos diversos: (i) o local em que se encontram compradores, vendedores ou seus representantes para negociar e transacionar; (ii) a instituição que organiza e administra o local e os sistemas de negociação e processamento das operações; (iii) os próprios sistemas utilizados para negociação e processamento das operações; e (iv) o status do mercado de capitais “quando se discute a tendência geral dos negócios, afirmando-se que a bolsa passa por uma ‘alta’ ou por uma ‘baixa’, por exemplo” (YAZBEK, 2006, p. 205-206).

ausência de subordinação hierárquica para com o Estado (MATTOS FILHO, 1986, p. 9).

Visando encerrar a discussão e atestar a capacidade das bolsas de valores para praticar atos em nome próprio, o legislador brasileiro optou por atribuir-lhes a natureza jurídica de *sujeito de direito* e por reservar a sua esfera de competência ao âmbito das operações envolvendo valores mobiliários (MATTOS FILHO, 1986, p. 11). A partir da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) e, mais precisamente, da Resolução CMN n. 2.620/2000 (BRASIL, CVM, 2000), qualificou-se as bolsas como *sujeito de direito*¹⁰² cujo objeto é, em essência, o registro e a operacionalização da compra e venda de valores mobiliários, e a coordenação e a implementação de sistemas organizados de negociação¹⁰³ desses títulos (art. 2º).

Os derivativos, a seu turno, compreendem acordos cujo valor contratual deriva do valor de determinado ativo – ou está a ele vinculado – financeiro ou não¹⁰⁴. Constituem instrumentos de natureza contratual cujo valor é diretamente dependente do preço de um ativo que lhe é subjacente (HULL, 2005, p. 576).

Os derivativos compreendem, sumariamente, operações sobre swaps¹⁰⁵, opções¹⁰⁶, contratos a termo¹⁰⁷ e contratos futuros¹⁰⁸. Podem, desta feita, ser concebidos

¹⁰² Nos termos do art. 1º da Resolução CMN n. 2.620/2000 (BRASIL, CVM, 2000), admite-se a constituição de Bolsas de Valores sob a forma de associação civil ou de sociedade anônima.

¹⁰³ Tem-se observado os recentes avanços tecnológicos na forma de atuação das bolsas de valores. A modernidade trouxe novos elementos e novas situações a serem abarcados, inclusive, pela concepção de bolsas de valores, mercadorias e futuros. Assim é que o advento de mecanismos eletrônicos para negociação e processamento de operações renovaram não somente as estruturas das bolsas, mas igualmente a sua forma de interação junto a sociedades emissoras, investidores e intermediários (NODA, 2010, p. 37-40).

¹⁰⁴ Podem ser citados, dentre os ativos financeiros, as taxas de juros, moedas, ações e índices, ao passo que, dentre os ativos não financeiros, destacam-se componentes de petróleo e ativos agropecuários (boi gordo, bezerro, algodão, soja, açúcar, álcool, milho, café) (BESSADA; BARBEDO; ARAÚJO, 2005, p. 21).

¹⁰⁵ Os *swaps* compreendem, de acordo com o Bank for International Settlements ou Banco para Compensações Internacionais (BIS), “acordos para troca de pagamentos entre duas partes em uma ou mais datas no futuro, de acordo com uma fórmula especificada” (BIS, 2003).

¹⁰⁶ As opções sintetizam operações consubstanciadas na possibilidade de exercício de direito futuro sobre a execução de pagamento previamente acordado em favor do adquirente da opção (SILVA NETO, 2002, p. 87).

¹⁰⁷ Assim entendidos os contratos de compra e venda de ativos para execução futura e por preço previamente ajustado (SANTOS, 2011, p. 27-28).

¹⁰⁸ Da mesma forma que os contratos a termo, o BIS (2003) define os contratos futuros como contratos que obrigam uma parte a comprar e a outra a vender, um ativo subjacente a um preço específico e uma data no futuro. A diferença entre ambos reside, todavia, na forma de liquidação. Enquanto nos contratos a termo a compensação e a liquidação das operações ocorrem somente na data de vencimento estipulada nos contratos, nos contratos futuros a compensação é diária. Por esse motivo, o mercado de futuros exige sistemas padronizados para operar, havendo entidades especializadas (bolsas de valores, *clearing houses*) na conclusão das operações e no controle sobre o risco sistêmico (PAIVA, 2015, p. 21-22).

como espécies de valores mobiliários, nos termos do art. 2º da Lei n. 6.385/1976¹⁰⁹. O legislador expressamente enquadrado como valor mobiliário as opções, os contratos a termo e futuros (incisos VII e VIII), mas não estendeu essa condição aos *swaps*. A omissão foi, contudo, sanada com o Parecer CVM/PFE, de 21/11/2006, responsável por subsumir os *swaps* à condição de valor mobiliário.

Apesar do silogismo necessário, existe entendimento no sentido de que tal equiparação seria válida estritamente para fins de aplicação da norma, entendendo ser inadequado considerar derivativos como espécie de valores mobiliários. Afinal, os valores mobiliários sintetizam conjunto de direitos patrimoniais cuja transferência tem o condão de envolver a poupança popular, ao passo que os derivativos são conjuntos de direitos patrimoniais associados à transferência de riscos entre as partes (GOLDBERG, 2003, p. 76)¹¹⁰.

A despeito da distinção levantada – de todo pertinente, ressalte-se¹¹¹ –, o legislador expressamente prescreve que “são valores mobiliários”, dentre outros, os “contratos futuros, de opções e outros derivativos [...]”, e não simplesmente os equipara para fins legais¹¹². Em que pesem as diferenças existentes entre as categorias, entende-se que, ao cunhar o conteúdo da expressão valor mobiliário, o legislador visou mais estabelecer o campo de atuação da CVM que delimitar uma categoria jurídica própria e linear (MAFUD, 2014, p. 101). É, sobretudo, uma noção instrumental.

Os valores mobiliários – dentre os quais se incluem os derivativos, tal como explicado acima – podem ser conceituados como conjunto de direitos patrimoniais representativos de valores negociados em massa no mercado (MAFUD, 2014, p. 99).

¹⁰⁹ Anteriormente à inclusão feita pelo legislador, apenas os derivativos que tinham como ativos subjacentes valores mobiliários previamente sujeitos à competência da CVM eram regulados pela referida autarquia. Os demais eram regulados pelo Banco Central (MAFUD, 2014, p. 98).

¹¹⁰ Depõe a favor da distinção o fato de nos Estados Unidos da América, sistema utilizado como paradigma para a estruturação da regulação sobre o mercado de capitais brasileiro, conforme será descrito em detalhes adiante, haver uma entidade reguladora específica para valores mobiliários (a *Securities and Exchange Commission*) e outra para derivativos (a *US Commodity Futures Trading Commission*).

¹¹¹ A título de conhecimento, o ordenamento jurídico europeu reconhece a distinção entre valor mobiliário e derivativo e propõe, para fins de sistematização do assunto, a definição de instrumento financeiro como gênero dessas espécies cf. Diretiva n. 2004/39/CE).

¹¹² É natural, nesse sentido, a sujeição dos derivativos à regulação da CVM. Argumenta-se, contudo, que os derivativos emitidos por bancos ou cuja contraparte é uma instituição financeira também devem se sujeitar à regulação do Banco Central. Sob essa ótica, a CVM e o BACEN exerceriam uma fiscalização concorrente sobre operações envolvendo derivativos e instituições financeiras (MAFUD, 2014, p. 99). Corrobora o entendimento a própria redação do art. 2º, § 4º, da Lei n. 6.385/1976, de acordo com o qual os contratos derivativos tem sua validade condicionada ao respectivo registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo BACEN ou pela CVM (BRASIL 1976a).

A despeito da conceituação, observa-se que o legislador optou, inicialmente, por designar quais as categorias deveriam ser especificamente compreendidas como valor mobiliário (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 25).

A categoria foi objeto de disciplina específica pelo legislador, notadamente com a edição da Lei n. 6.385/1976, que instituiu a CVM e indicou quais títulos deveriam ser considerados como valor mobiliário. Trata-se de noção instrumental, uma vez que delimita o escopo de atuação regulatória do órgão regulador, visivelmente inspirada na conceituação de *securities*¹¹³ prevista no ordenamento norte-americano¹¹⁴.

Embora se tenha adotado o modelo de referência norte-americano, o legislador brasileiro assentou-se, inicialmente, em conceituação mais restrita, norteadada pela

¹¹³ O legislador norte-americano optou por não definir propriamente o instituto, restringindo-se a enumerar os títulos e contratos que poderiam ser considerados valores mobiliários. A hígidez era tamanha que coube aos tribunais norte-americanos estabelecer parâmetros concretos para a definição de *securities*. De acordo Leães (1974, p. 42-43), o termo *security* “não estabelece os limites conceituais do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada pela definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (*numerus apertus*). Ademais, com a expressão final: ‘or, in general, any interest or instrument commomly known as security’, a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa conceituação. Longe, pois, de fornecer a ‘essência’ do conceito de *security*, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. [...] Natural, portanto, que a noção legal de *security* tenha chamado a atenção dos tribunais, pressionados por necessidades concretas de aplicação da lei [...]”. O primeiro grande precedente a ser analisado foi o caso *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corporation*, em que uma sociedade empresária havia adquirido lotes para pesquisar a viabilidade de extração de petróleo. Para se capitalizar a companhia ofertou contratos de arrendamento junto ao público, os quais foram compreendidos como contratos e investimento, nos termos do *Securities Act de 1933*. Foi, porém, no caso *SEC v. Howey & Co.* que a Suprema Corte dos Estados Unidos prestou-se a informar quais seriam os elementos a compor uma definição própria de contratos de investimento coletivo (*Howey Definition*): (i) realização de investimento; (ii) em empreendimento comum; (iii) mediante a expectativa de retorno; (iv) viabilizado a partir dos esforços de terceiros. Entendeu-se que os contratos de compra e venda de terrenos com a assunção do compromisso de prestação de serviços de plantio e comercialização dos produtos gerados caracterizava a oferta de contratos de investimento coletivo. Na condição de *security*, deveriam ter sido previamente registrados perante a SEC. De acordo com EIZIRIK *et al.* (2011, p. 34), “em cada caso concreto que lhes era submetido à apreciação, procuravam os tribunais norte-americanos aplicar o chamado *Howey Test*, tendo em vista a substância do negócio e não exatamente a sua forma. O que importava, efetivamente, era a realidade econômica subjacente”. Isso é bastante significativo, pois inaugura um novo processo de identificação de *security*, muito mais atrelado à essência e à realidade que à forma como o título é apresentado.

¹¹⁴ Em geral, a estruturação do mercado de capitais brasileiro inspirou-se no modelo norte-americano – especialmente com a Medida Provisória n. 1.637/1998. Isso é particularmente notado na definição adotada para os valores mobiliários, *vis-à-vis* a conceituação de *securities* no ordenamento norte-americano. Face a um contexto de desconfiança e pouca proteção ao investidores, gerado a partir da Crise de 29, o congresso dos Estados Unidos emitiu o *Securities Act (1933)* e o *Securities Exchange Act (1934)*, responsáveis, em essência, por definir quais títulos poderiam circular no mercado de capitais e por instituir a *Securities Exchange Commission (SEC)*, respectivamente (DUBEUX, 2006, p. 38-41). De acordo com a seção II do *Securities Act*, *security* constitui toda nota, ação, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de depósito em garantia, boletim de subscrição, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de *security* ou, ainda, todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou opção referente aos títulos e valores antes mencionados.

disciplina do instituto no direito francês (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 53). Seriam os valores mobiliários títulos emitidos por sociedades anônimas ou representativos de direitos sobre esses títulos.

Em sua feição primeva, a Lei n. 6.385/1976 indicava como valores mobiliários: (i) as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões e os bônus de subscrição; (ii) certificados de depósito de valores mobiliários; (iii) outros títulos emitidos por sociedades anônimas¹¹⁵ a critério do Conselho Monetário Nacional (CMN)¹¹⁶.

O tratamento restritivo dispensado levou à necessidade de que, correntemente, o CMN tivesse de fazer inclusões na lista de valores mobiliários para contemplar o que se praticava e se observava no mercado. É nesse sentido que o Decreto n. 2.286/1986 e a Resolução CMN 1.723/1990 incluíram nessa lista, respectivamente, os índices representativos de carteira de ações, as opções de compra e venda de valores mobiliários, e as notas promissórias emitidas por companhias quando destinadas à oferta pública.

Ato contínuo, a Resolução CMN n. 1.907/1992 acresceu à referida lista os direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções e certificados de depósito; ao passo que a Resolução CMN n. 2.405/1997 incluiu os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica; e, finalmente, a Resolução CMN n. 2.517/1998 incluiu os certificados de recebíveis imobiliários como valores mobiliários.

¹¹⁵ A assertiva de que os valores mobiliários compreenderiam títulos emitidos por sociedades anônimas, conforme originalmente disposto na Lei n. 6.385/1976, tornou-se anacrônica em face das últimas alterações legislativas. Isso porque, atualmente, existem valores mobiliários que podem ser emitidos por sociedades limitadas. É o caso das notas comerciais (art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976). De acordo com o § 2º, do art. 1º, da IN CVM n. 480/2009 (BRASIL, CVM, 2009), responsável por disciplinar os emissores de valores mobiliários, “o emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quanto esta Instrução dispuser de modo diverso”. O art. 33 do referido dispositivo estabelece, todavia, que “os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário (CCB), para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada”. No mesmo sentido, permite-se a emissão de certificado de direitos creditórios do agronegócio por sociedades cooperativas, conforme previsão legal constante do art. 24, § 1º, da Lei n. 11.076/2004 (BRASIL, 2004).

¹¹⁶ Quando da publicação da Lei n. 6.385/1976, o legislador optou por vincular a definição de valor mobiliário a títulos emitidos por sociedades anônimas. A opção se deveu, principalmente, pela oposição do Banco Central à criação de um novo centro com poder regulatório (MATTOS FILHO, 1985, p. 32).

A dinâmica responsiva impressa pelo legislador brasileiro¹¹⁷ – isto é, limitada a indicar o que seria valor mobiliário diante das práticas observadas no mercado – somente foi alterada com a edição da Medida Provisória n. 1.637/1998 (BRASIL, 1998) posteriormente convertida na Lei n. 10.198/2001 (BRASIL, 2001). Foi com base nessa lei que se instituiu uma conceituação abrangente¹¹⁸ de valor mobiliário, a saber: “quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

A partir de então, passou-se a considerar como valores mobiliários não somente os títulos originalmente listados, mas igualmente qualquer *título* ou *contrato de investimento coletivo* composto pelos elementos acima delineados. Esse cenário legislativo foi sistematizado na Lei n. 6.385/1976, mediante a edição da Lei n. 10.303/2001 (BRASIL, 2001), *in verbis*:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
III – os certificados de depósito de valores mobiliários;
IV – as cédulas de debêntures;
V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI – as notas comerciais;
VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou

¹¹⁷ Em voto proferido no Processo Administrativo n. RJ11593/2007 (CVM, 2007), o Diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, retratou a dinâmica responsiva a que se faz referência: “Na definição do conceito de ‘valor mobiliário’, o legislador de 1976 se viu diante de um dilema. Por um lado, sabia-se que a definição legal devia ser ampla, capaz de se adequar às constantes inovações e mutações do mercado. Por outro lado, ela também devia ser precisa, de modo a assegurar a previsibilidade necessária para que o mercado pudesse se desenvolver. Em sua redação original, a Lei no 6.385/76 resolveu este dilema da seguinte forma: primeiro, fixou uma lista exaustiva dos valores mobiliários, garantindo assim a previsibilidade do sistema; segundo, conferiu ao Conselho Monetário Nacional (‘CMN’) competência para alterar esta lista, o que tornava o regime legal mais flexível. Embora tenha obtido algum sucesso inicialmente, esta estratégia logo se mostrou inadequada, pois o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Por isso foi editada a Medida Provisória no 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que procurou estabelecer um conceito amplo de ‘valor mobiliário’, apto a abarcar praticamente todas as hipóteses de captação em massa da poupança popular”.

¹¹⁸ A vantagem de se adotar uma definição abrangente de valor mobiliário, tal como feito com as *securities* nos Estados Unidos, é a possibilidade de se prever situações futuras em que novos produtos e títulos, subsumidos a determinados critérios e parâmetros, serão ofertados publicamente no mercado e devem se sujeitar à regulação da CVM, dado o risco em operações que os envolvam.

de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros¹¹⁹.

Em decorrência da alteração legislativa, não mais cumprirá ao CMN ou à CVM incluir novos títulos e valores mobiliários sujeitos a sua regulação, de forma que “o rol de valores previstos no artigo 2º da Lei n. 6.385/1976, em sua nova redação, passa a ser exaustivo e não mais exemplificativo” (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 59).

A compreensão dos valores mobiliários não mais se sujeita às modificações e incursões legislativas de outrora, mas principalmente à interpretação da CVM no exercício de submissão dos títulos veiculados no mercado aos elementos que compõem a definição legal de *títulos* ou *contratos de investimento coletivo* (inciso IX). Uma vez constatados os requisitos de configuração dos *títulos* ou *contratos de investimento coletivo*, restará necessária a submissão de sua emissão e distribuição à regulação da CVM.

De todo o exposto, tem-se que, ao lado das noções de *bolsas* e de *derivativos*, a definição de *valor mobiliário* traduz o *conteúdo* das atividades sujeitas à regulação da CVM (*critério material*). Nota-se que o legislador assentou-se nessas três noções materiais para delimitar a abrangência da regulação da autarquia.

2.2.2.3 Do critério formal: a oferta pública

Embora os critérios pessoal e material ofereçam os primeiros nortes adotados pelo legislador para delimitar a abrangência da regulação da CVM, não são suficientes para qualificar as operações disciplinadas pela autarquia. É fundamental que se observe a forma prescrita em lei para esse exercício de subsunção.

Coube ao legislador valorar a realização de *oferta pública* como *critério formal* de sujeição ao regime regulatório da CVM. Sem se tratar de *oferta pública*, entende-se não ser devida a ingerência da CVM sobre a operação (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 136).

A previsão desloca o cerne de análise do regime regulatório da CVM de *critérios material/pessoal* (atividades e sujeitos envolvidos), para parâmetros de forma,

¹¹⁹ Da sistematização proposta pelo legislador, excluiu-se do rol de valores mobiliários os títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal, assim como os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras – conforme art. 2º, 1º, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 2005). Face ao exposto, conclui-se que os valores mobiliários correspondem, via de regra, a títulos de natureza privada.

associados à constatação de ter a operação sido precedida por *oferta pública*. Isso porque, com o alargamento do conceito de valor mobiliário por meio da Lei n. 10.198/2001, a competência da CVM passou a abranger não somente os títulos listados no art. 2º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), mas os *títulos e contratos de investimento coletivo* (inciso IX) em geral. Com rol não mais taxativo, todos os títulos que se subsumissem aos elementos dos *títulos ou contratos de investimento coletivo* estariam sujeitos ao regime do órgão regulador, reduzindo a precisão dos *critérios material e pessoal* como parâmetros delineadores do regime de competência da CVM. Nas palavras do ex-diretor do órgão regulador, Marcelo Fernandez Trindade (BRASIL, CVM, 2006):

A partir dessa mudança, o núcleo da definição de valor mobiliário passou a depender do apelo à poupança pública. Dessa forma, o primeiro ponto a ser enfrentado diz respeito à verificação da existência ou não de uma oferta pública de valores mobiliários.

Nesses termos, ainda que um título se subsuma precisamente aos elementos caracterizadores de algum dos valores mobiliários previstos no art. 2º da Lei n. 6.385/1976, caso ele seja distribuído de forma privada, restará imune ao regime regulatório da CVM. Entende-se não haver interesse público na fiscalização das ofertas e distribuições de valores mobiliários que não se dirigem ao público em geral (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 143). O foco da regulação capitaneada pela CVM é a proteção da poupança pública (EMERY, 2015, p. 52).

Esse entendimento coaduna-se com os valores que orientam a regulação exercida pela CVM. A obrigatoriedade de promover registros dos sujeitos emissores e da própria oferta de valores mobiliários insere-se no contexto da política de *disclosure*¹²⁰, que não visa senão dotar o público de investidores das informações necessárias à tomada de decisão de investir seus recursos (EMERY, 2015, p. 39).

Reconhece-se o risco de serem veiculadas ofertas públicas de valores mobiliários desprovidas das informações minimamente necessárias para tomadas de decisão. Por esse motivo, a CVM prevê a necessidade de registro e fiscalização dessas ofertas. Corroborando as lições de Eizirik *et al.* (2011, p. 136), “o registro não é um fim

¹²⁰ Compreende-se a política de *disclosure* como o conjunto de regras que obrigam as sociedades empresárias à prestação de informações relativas à sua situação econômico-financeira e aos títulos que pretendem veicular no mercado de valores mobiliários (DUBEUX, 2006, p. 44).

em si mesmo, mas um meio de se proceder à ampla divulgação de informações ao público”.

Não se trata, frise-se, de registro de caráter meritório, uma vez que a CVM não garante a viabilidade econômica do empreendimento ou a certeza de retorno das ofertas públicas por ela registradas. Na realidade, a autarquia nem sequer avalia o conteúdo disponibilizado pelas sociedades emissoras, mas tão somente assegura que os registros foram precedidos de informações adequadas à tomada de decisão pelo investidor. Não há que se dizer, portanto, de espécie de chancela estatal sobre a qualidade dos títulos ofertados e registrados pela CVM (DUBEUX, 2006, p. 69).

O controle da CVM sobre o registro de oferta pública de valor mobiliário está previsto no art. 19 da Lei n. 6.385/1976, segundo o qual nenhuma emissão ou oferta pública de valores mobiliários será realizada sem prévio registro no órgão regulador. No dispositivo citado identificam-se os elementos caracterizadores de uma emissão pública de valores mobiliários¹²¹ nos seguintes termos:

§ 3º Caracterizam a emissão pública:

I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II – a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação (BRASIL, 1976a).

Note-se que os elementos que caracterizam as ofertas públicas apresentam conotações *objetiva*, no que se refere aos meios e instrumentos empregados para oferta e distribuição de valores mobiliários (CARVALHOSA, 2002, p. 63), e *subjetiva*,

¹²¹ De forma ainda mais detalhada, o art. 3º da IN CVM n. 400/2003 (BRASI, CVM, 2003) detalha os elementos que compõem os atos de distribuição pública: I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II – a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV – a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

pertinente à qualificação dos ofertados e à disponibilidade de informações sobre o agente ofertante e os valores ofertados (EMERY, 2015, p. 62).

Quanto ao elemento *objetivo*, podem-se citar os instrumentos mencionados no art. 19, § 3º, da Lei n. 6.385/1976 (a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição; cartas; anúncios; avisos; etc.). O elemento *subjetivo* diz respeito ao nível conhecimento e experiência detidos pelos investidores para avaliar os riscos e o mérito do investimento (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 151). Afinal, caso os investidores tivessem pleno acesso a informações suficientes para a tomada consciente de decisão sobre o investimento, não haveria necessidade de obrigar a sociedade empresária emissora a promover os registros competentes perante a CVM (EMERY, 2015, p. 62-63).

Dessa feita, a análise acerca da qualificação de determinada oferta de valores mobiliários como pública ou privada envolve a visualização não somente dos meios e instrumentos utilizados para operacionalizá-la, mas notadamente do nível de conhecimento e informações disponíveis ao investidor.

A expressa qualificação da emissão ou oferta pública serve justamente para distingui-la da emissão ou oferta privada. Esta última é entendida como oferta destinada a agentes ou grupos de agentes determinados. Não há aqui, captação de recursos da coletividade, mas tão somente de sujeitos predeterminados envolvidos na negociação (DUBEUX, 2006, p. 65).

Por outro lado, a emissão ou oferta pública tem como destinatários pessoas não individualizadas (CARVALHOSA, 2002, p. 62). Trata-se de oferta “destinada ao mercado como um todo”¹²², individualizando-se a relação apenas quando do aceite da operação pelo investidor (DUBEUX, 2006, p. 65).

¹²² Ressalte-se, por oportuno, não ser necessária que uma oferta seja realizada para a totalidade das pessoas, mas para a sua generalidade, de forma que tende a ser considerada pública a oferta direcionada a grupos determinados de pessoas. O *leading case* julgado pela Suprema Corte norte-americana que consolidou esse entendimento foi o caso *SEC vs Ralston Purina Co.* (1953). A *Ralston Purina Co.*, companhia produtora de cereais, contava com aproximadamente 7 mil empregados na sua linha de produção. Com o desenvolvimento de suas atividades, a sociedade passou a ofertar ações em tesouraria para alguns de seus empregados (cerca de 300), o que gerou questionamento pela SEC, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, se a referida oferta seria considerada pública ou se ela aproveitaria alguma dispensa de acordo com o *Securities Act*. A *Ralston Purina Co.* Alegou que a oferta em análise não poderia ser considerada uma oferta pública, uma vez que era ofertada aos *key employees* (cerca de 300 funcionários). Contudo, a investigação levada a cabo pela Suprema Corte constatou que as ações da companhia foram ofertadas e adquiridas por empregados dos mais diversos cargos e funções, não havendo uma homogeneidade que justificasse o tratamento privado da oferta. Em conclusão, a Suprema Corte entendeu que, da forma como as ofertas eram realizadas, não poderia se esperar que os investidores aproveitassem do mesmo nível e quantidade de informações. Por esse motivo, considerou-a como oferta pública, inferindo que a proteção da *Securities Act* apenas seria dispensável nos casos em que ficasse comprovada a capacidade de cognição e o conhecimento do investidor de avaliar os riscos da oferta de *securities* (SEC v. *Ralston*

A distinção – oferta pública e oferta privada – determina, nesse sentido, a divisão entre as situações que representam risco aos investidores e ao mercado de valores mobiliários em geral e as situações que não teriam o condão de influenciá-los ao ponto de merecer a intervenção estatal. Nitidamente, o legislador se vale da qualificação das situações de oferta pública de valores mobiliários para demarcar a abrangência de atuação da CVM.

Ao lado dos *critérios material* (atividades e valor mobiliário) e *peçoal* (Sistema de Distribuição), o *critério formal* (oferta pública) demarca os parâmetros legais de incidência regulatória da CVM.

3 ANÁLISE SOBRE A REGULAÇÃO DAS PRÁTICAS DE CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS MEDIANTE A EMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

O capítulo 3 da dissertação apresenta duas partes. Na primeira delas, busca-se analisar em que termos as práticas de captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet eram tratadas no ordenamento jurídico brasileiro, em face da ausência de regulação específica. Na segunda, descreve-se a forma como a CVM materializou a sua intervenção neste domínio específico, por meio da publicação da IN CVM n. 588/2017.

Previamente à exposição, descritiva e analítica, sobre as disposições da IN CVM n. 588/2017, analisa-se o substrato jurídico utilizado por empresários, investidores e titulares de plataformas para promoverem o desenvolvimento inicial da captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet. A partir do delineamento dos negócios jurídicos celebrados por intermédio das plataformas (conforme visto no primeiro capítulo), avalia-se sob quais fundamentos os mesmos se inserem dentro do regime de competência da CVM. O exercício de subsunção é relevante para a compreensão do contexto e das motivações que levaram o órgão regulador à proposição de regulação específica, com a publicação do Edital da Audiência Pública SDM n. 06/2016 e, um ano mais tarde, da IN CVM n. 588/2017.

Purina Co., 346 U.S. 119, 1953). Em face do *leading case*, assumiu-se que a Suprema Corte definiu os elementos a serem avaliados para fins de qualificação de determinada oferta considerada pública ou privada: a) a qualificação dos ofertados; b) o nível de acesso às informações sobre os títulos pelos ofertados; e (iii) a forma como os títulos são veiculados no mercado de capitais (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 145).

Em seguida, investiga-se a proposta regulatória consubstanciada na IN CVM n. 588/2017 (BRASIL, CVM, 2017), em vista da qual é realizada síntese descritiva acerca das principais disposições normativas e síntese analítica sobre alguns aspectos controversos. A fim de que a análise dialogue com a exposição feita no segundo capítulo, a descrição das provisões da recém-publicada instrução normativa foi organizada da seguinte forma: regulação sobre a atividade (material), sobre os sujeitos (pessoal) e sobre a forma (formal).

3.1 A captação coletiva de recursos mediante a emissão de valor mobiliário antes da IN CVM n. 588/2017

As primeiras discussões a respeito da captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet no Brasil remontam a 2012, quando a Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo (FECOMERCIO-SP), por meio do seu Conselho de Criatividade e Inovação, organizou os primeiros encontros para analisar a temática. No ano seguinte, em parceria com o então Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC) e a CVM, organizou eventos destinados a discutir a respeito da possibilidade de exercício da atividade em face do ordenamento jurídico brasileiro.

Nesse mesmo ano, a SEC publicou o famigerado *JOBS Act*, lei destinada ao fomento de pequenas sociedades empresárias a partir de tratamento diferenciado no mercado de capitais norte-americano. Ainda que a primeira experiência de regulação específica da atividade certamente tenha servido de referência para a CVM, a autarquia brasileira já havia demonstrado, desde 2003, sua preocupação em instituir mecanismos que favorecessem e estimulassem o acesso ao mercado de valores mobiliários por novos investidores e sociedades empresárias de menor porte, quando da publicação da IN CVM 400/2003.

Não obstante isso, a captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet somente veio a ser praticada no Brasil a partir de 2013. A primeira operação no segmento foi realizada pela sociedade empresária responsável pela disponibilização da plataforma Broota. Em 2014, algumas sociedades empresárias, envolvidas desde o início nas discussões realizadas pela FECOMERCIO-SP, decidiram constituir a Associação Brasileira de *Equity Crowdfunding*. A entidade teve papel relevante na articulação e aprovação perante a CVM, dos primeiros investimentos

realizados por meio de plataformas.

Formalmente monitorada durante o período, a captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet foi objeto de manifestação formal da CVM em 2016, com a publicação do Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016. No documento, reconheceu-se que as práticas ali envolvem negócios e a prestação de serviços típicos do mercado de valores mobiliários, ensejando a regulação da atividade.

O *animus* interventivo da CVM somente veio a se concretizar em julho de 2017, mediante a publicação da IN CVM 588/2017. Anteriormente a esse marco, as operações realizadas por meio de plataformas se arrimavam em legislações gerais, que previam a possibilidade de dispensas de registros automáticas em determinadas circunstâncias.

3.1.1 Do funcionamento a partir das dispensas previstas na IN CVM n. 400/2003 e na IN CVM n. 480/2008

Até recentemente, não havia normatização específica sobre a prática de captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet. No período compreendido entre 2013, quando foram iniciadas as primeiras operações, e julho de 2017, quando foi publicada a IN CVM n. 588/2017, os investimentos realizados por meio das plataformas buscavam fundamento em instruções normativas que flexibilizavam os registros impostos às ofertas públicas de valores mobiliários e aos seus emissores.

A análise, promovida no primeiro capítulo sobre as plataformas Broota, Eqseed e Startmeup mostrou que o público-alvo abrangido nas operações ali conduzidas, marcado por sociedades empresárias em estágio inicial e “investidores-anjo”, tornava necessária a redução do custo regulatório envolvido nos diversos registros que devem preceder ofertas públicas de valores mobiliários. Por esse motivo, o recurso às dispensas de registro foi a tônica das ofertas públicas até então realizadas por meio das plataformas.

O fundamento legal da dispensa era o art. 5º, inciso III, da IN CVM 400/2003, que garantia a dispensa automática (isto é, sem necessidade de apreciação da autarquia) de registro para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos por sociedades enquadradas como empresas de pequeno porte (EPP) e microempresas (ME), assim definidas nos termos da Lei Complementar n. 123/2006. Justamente por

isso, apenas era admitida a captação de recursos por sociedades empresárias enquadradas como ME ou EPP, cujo faturamento anual fosse inferior R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais), limite que virá a ser majorado para R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais), a partir da vigência a Lei Complementar n. 155/2016, em 2018.

A utilização da dispensa de oferta era, ainda, condicionada ao limite de investimento anual de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) imposto sobre aqueles que pretendessem investir seus recursos, bem como limitada à prévia comunicação à CVM acerca da intenção da utilização da dispensa, nos termos do art. 5º, §§ 4º e 5º, da IN CVM 400/2003 (BRASIL, CVM, 2003).

Na mesma toada, sociedades empresárias enquadradas como ME ou EPP -se de dispensa de registro de emissor de valores mobiliários perante a CVM, nos termos do art. 7º, inciso IV e V, da IN CVM 480/2009 (BRASIL, CVM, 2009), e de dispensa de contratação de intermediário para operacionalizar a oferta e a distribuição dos títulos, nos termos do art. 3º, § 2º, da IN CVM 400/2003 (BRASIL CVM, 2003).

Essas dispensas foram introduzidas na legislação com o intuito de incentivar a entrada e oferecer, nos termos do art. 179 da Constituição Federal, tratamento diferenciado a sociedades empresárias enquadradas como ME e EPP. Conquanto restritivas a outros tipos societários que poderiam captar recursos dentro desta sistemática, as dispensas de registro disponíveis foram os elementos que garantiram o funcionamento da atividade a um custo regulatório reduzido até então.

Compreendido o substrato jurídico utilizado para validar o desenvolvimento inicial da captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário pela internet no Brasil, cumpre analisar em que termos os negócios jurídicos celebrados por intermédio das plataformas tangenciavam o regime de regulação da CVM.

3.1.2 Da sujeição das formas de captação coletiva de recursos mediante emissão de valor mobiliário à regulação da CVM

O delineamento dos negócios jurídicos celebrados por intermédio das plataformas e a compreensão do regime de competência regulatória da CVM oferecem subsídio para analisar em que termos os *usos* e as práticas de captação coletiva de recursos por meio da internet estavam sujeitos à regulação da autarquia.

A estratégia metodológica que norteou as hipóteses de trabalho passou pela verificação da possibilidade de que alguns dos negócios jurídicos celebrados por meio das plataformas poderiam ser qualificados como valores mobiliários.

A condição de valor mobiliário sujeito à regulação da CVM decorre das características dos direitos declarados (materializados na prerrogativa de participação ou de recebimento de rendimentos em favor do adquirente) e da forma como circulam (por meio de oferta pública).

Esses são os elementos que distinguem o regime aplicável ao valor mobiliário em face de outros, como o contratual e o cambial. Ainda que decorra de uma mesma relação jurídica subjacente, tem-se possível que o título se submeta ao regime contratual, cambial ou mobiliário a depender da forma como circula. Noutras palavras, a mera observação da causa ou da operação econômica que motivou a formalização da relação jurídica não é suficiente para dizer, em determinadas circunstâncias, qual o regime jurídico a que se submete. Por esse motivo, além das relações jurídicas identificadas no primeiro capítulo, a forma como os títulos emitidos circulam é uma das pedras de toque para a análise sobre o regime jurídico aplicável (NEVES; ANJOS JÚNIOR, 2016).

Em face do rol de valores mobiliários definidos pelo legislador, assumiu-se, como afirmado ao longo do trabalho, as seguintes hipóteses de pesquisa, a serem validadas ou refutadas: (i) o contrato preliminar de formação ou aumento de capital social pode ser qualificado ou admitido como causa subjacente da emissão de *contrato de investimento coletivo*, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976; e (ii) o contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária pode ser qualificado ou admitido como causa subjacente da emissão de *nota comercial*, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976.

3.1.2.1 Análise quanto ao enquadramento jurídico do contrato preliminar de formação ou aumento de capital social como contrato de investimento coletivo, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976

Uma vez discutidas, no primeiro capítulo, as características dos *contratos preliminares para fins de formação ou aumento de capital social* veiculados nas plataformas, a análise sobre a sua eventual subsunção aos *contratos de investimento*

coletivo, previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), passa pela efetiva compreensão desses últimos.

A esse respeito, oportuna é a reflexão sobre a concepção do termo *security*, previsto no direito norte americano com base no caso *SEC vs W.J. Howey Company*¹²³. Conforme atestado pela própria CVM no processo administrativo n. RJ/11593/2008 (BRASIL, CVM, 2008),

[...] o inciso IX – relativo aos contratos de investimento coletivo – foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*. Nesse caso, a Suprema Corte decidiu adotar um princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros.

Trata-se, como visto, da definição sobre pela qual se pautou o legislador brasileiro para promover a inclusão dos *contratos de investimento coletivo* no rol de valores mobiliários e do ponto de partida para a discussão pretendida neste tópico.

A definição de *security*, delineada principalmente ¹²⁴ a partir do posicionamento adotado pela Suprema Corte norte-americana no caso *SEC vs W.J. Howey Company*, é a seguinte: “qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros” (BRASIL, CVM, 2008). Da referida definição, destacam-se, basicamente, cinco elementos: (i) realização de investimento em dinheiro; (ii) realizado coletivamente; (iii)

¹²³ O caso *SEC vs W.J. Howey Company* (1946) refere-se à comercialização de terras para cultivo pela companhia *Howey* e sua subsidiária, *Howey in the Hills Service Company*, junto a investidores. Conjugado ao contrato de cessão de terras, as referidas empresas também assinavam contratos de prestação de serviços, já que os serviços de plantio, cultivo e comercialização dos produtos ficava igualmente a cargo das empresas do grupo *Howey*. Com isso, comercializava-se a propriedade das terras e viabilizava-se a participação dos investidores no lucro advindo da comercialização dos produtos de cultivo, mas preservava-se a posse das terras para a *Howey Company* e sua subsidiária. Para operacionalizar os contratos junto aos investidores, a *Howey Company* contava com os serviços de agências de comércio interestaduais. Acreditando ser devido o registro dos referidos contratos perante a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a referida instituição ajuizou uma ação contra os investimentos recebidos pela *Howey Company* alegando violação do *Securities Act of 1933*. Ao analisar o caso, a Suprema Corte entendeu que os contratos celebrados pelo grupo *Howey* não constituíam mera venda de terras, mas uma verdadeira oferta de contrato de investimento coletivo que envolvia a realização de investimentos passivos em um negócio dirigido exclusivamente por terceiros, abrangendo elementos que o enquadrariam como *securities*. Devido, portanto, era o registro dos contratos de investimento veiculados pela *Howey Company* perante a SEC (SEC, 1946).

¹²⁴ Em verdade, o caso *SEC VS W.J. Howey Company* foi responsável (e por isso ganhou notoriedade) por segmentar a definição de *security* e por informar quais os elementos que deveriam estar presentes para sua caracterização. Contudo, o tema já havia sido objeto de discussões e decisões pela Suprema Corte, como no caso *SEC VS. C.M Joiner Leasing Corporation* em 1943.

sob a expectativa de retorno, financeiro ou não; e (iv) gerado exclusivamente dos esforços de terceiros.

O primeiro dos elementos salienta a necessidade de haver investimento que implique transferência de dinheiro. Ressalve-se, todavia, que não faz sentido limitar o investimento ao aporte de dinheiro apenas, já que diversas aplicações feitas por investidores são materializadas por outros fatores, como a entrega de bens (nos termos do art. 997, inciso III, do Código Civil, e dos arts. 7º e 8º da Lei n. 6.404/1976) e o investimento “feito a crédito” (nos termos do art. 10, da Lei n. 6.404/1976; MATTOS FILHO, 1985, p. 41-42).

O segundo elemento prediz a obrigatoriedade de que se trate de um empreendimento comum ou, noutras palavras, que os recursos financeiros tenham sido captados junto ao público. Para que a captação seja qualificada como pública, ela deve, necessariamente, ter sido precedida por oferta pública, dirigida a várias pessoas (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 37). O “empreendimento comum” sintetiza a pluralidade de investimentos que compartilham o mesmo conjunto de ativos e que assumem riscos de um mesmo negócio (ÁLVARES, 2006, p. 214).

O terceiro fator condiciona a qualificação de *securities* à existência de expectativa de lucro por parte dos investidores, o que deve ser entendido em sua concepção mais ampla, permitindo que o retorno esperado por investidores seja materializado não somente por meio de dinheiro (LEÃES, 1974, p. 51-52).

O quarto e derradeiro elemento do termo *security* é, indubitavelmente, o mais controverso. Isso porque incluir o termo *solely* (exclusivamente) significaria minar a proteção oferecida pela SEC nos casos em que o investidor interferisse ou participasse, de alguma forma, da produção ou do retorno do empreendimento. Não obstante a hígidez semântica que a referida expressão carrega, entende-se que seria suficiente que as funções ou atividades essenciais para o sucesso do empreendimento tenham sido desenvolvidas por terceiros para que o contrato possa ser qualificado como *security* (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 43-44).¹²⁵

¹²⁵ Leães (1976, p. 257) entende de forma diversa e enaltece a necessária passividade do investidor para caracterização de determinado contrato como *security*: “ele não tem o direito de participar das decisões do negócio, totalmente entregue a terceiros: ele é um simples fornecedor de capital”. A despeito da posição de Leães, entende-se que as próprias prerrogativas inerentes ao investidor que se torna sócio (como o direito a voto em assembleias e reuniões de sócios) não permite considerá-lo “simples fornecedor de capital”, tampouco descaracterizar o título que lhe confere essa posição da categoria de *securities*. Em determinadas situações, inclusive, o investidores ocupam papel de destaque na viabilização de negócios e na orientação de empreendedores com menos experiência na condução da atividade.

Portanto, o contrato por meio do qual uma pessoa investe recursos em empreendimento comum que gere direito de participação ou remuneração e cujos rendimentos sejam originados dos esforços do empreendedor ou de terceiros é qualificado como *security*, sujeito à regulação da SEC.

Tendo por inspiração o regime das *securities*, o legislador brasileiro disciplinou os *contratos de investimento coletivo* a partir da Medida Provisória n. 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei n. 10.303/2001. Restou nítida, na oportunidade, a intenção de o legislador se valer de uma definição mais ampla (como aquela que orientava as *securities*) para abarcar os vários títulos e documentos que vinham sendo emitidos no mercado para fins de captação de investimentos sem a intervenção da CVM (EMERY, 2015, p. 28). Nessas condições, não se fazia necessário promover nova alteração legislativa para determinar a competência da CVM para regular a emissão e a distribuição de novos títulos emitidos para captação de investimentos.

O contexto favorecia a medida. A década de 90 foi marcada pela celebração de contratos entre empreendedor e investidor a partir dos quais o primeiro prometia retorno financeiro proveniente de suas próprias atividades para aqueles que disponibilizassem recursos financeiros para o empreendimento. Alguns casos tiveram grande notoriedade e influíram de forma decisiva para a disciplina legal dos *contratos de investimento coletivo*¹²⁶.

O caso Boi Gordo foi um deles¹²⁷. A *Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A.*, companhia fundada em 1985 e registrada perante a CVM em 1998, tinha como objeto a engorda de bovinos. Para operacionalizar sua atividade, ofertava participação econômica no empreendimento para aqueles que investissem recursos financeiros, o que gerou a celebração de vários contratos de investimento com investidores de todo o país em montante aproximado de R\$ 280 milhões. Em 2001, por meio de denúncia feita por funcionário da companhia, a CVM instaurou inquérito administrativo para investigar a atividade da *Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A.* e a eventual necessidade

¹²⁶ Eizirik *et al* (2011, p. 56) indica que “a principal preocupação do legislador, ao editar a Lei n. 10.198/2001, foi a de regular os contratos realizados com derivativos e commodities, e, em especial, os chamados ‘contratos de boi gordo’. Com efeito, desde o final de 1997, a CVM vinha defendendo a necessidade de [normatização] dos contratos de investimento lastreados em produtos agropecuários”.

¹²⁷ Além do caso Boi Gordo, podem-se citar processos administrativos conduzidos pela CVM que tinham por objeto a distribuição pública irregular de contratos de investimento coletivo: RJ2001/7686; RJ2003/0435; RJ2003/12818; RJ2005/4356; RJ2005/1160; RJ 2007/13207.

de registro e sujeição dos referidos contratos à autarquia. O relatório produzido com base no inquérito demonstrou que a companhia captou recursos do público (portanto, de forma coletiva) mediante a emissão de boletins de subscrição pagos à vista e que ela deveria ter registrado os contratos de investimento previamente à oferta pública. Em sua defesa, a companhia alegou que o investimento seria tão somente consumado após a obtenção do registro da distribuição perante a CVM e que os boletins de subscrição nada mais representavam que sistema de cadastro de reserva do investimento – que seria permitido pela IN CVM n. 13/1980 (BRASIL, CVM, 1980). Em sua decisão, a CVM entendeu que o boletim de subscrição veiculado se tratava de *contrato de investimento coletivo* propriamente dito, sujeitos a regulação própria (a partir da IN CVM 296/1998 (BRASIL, CVM, 1998), responsável por disciplinar a distribuição pública de *contratos de investimento coletivo*) que não admitia a hipótese de criação de cadastro de reserva¹²⁸. Nesses termos, a CVM condenou¹²⁹ tanto a companhia como seus administradores por violarem disposições da Lei n. 6.385/76, sobretudo o art. 19, que prescreve a obrigatoriedade de que nenhuma emissão pública de valores mobiliários seja distribuída no mercado sem o prévio registro na CVM¹³⁰. Em abril de 2004, foi decretada a falência da *Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A.* (Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/6094)¹³¹.

¹²⁸ No voto, a CVM ainda explicou que, mesmo que os boletins de subscrição pudessem ser enquadrados como pedidos de reserva de investimento, nos termos do art. 27 da IN CVM n. 13/80, a sociedade empresária deveria apresentar prospecto preliminar de investimento e registrar o pedido de distribuição dos contratos na autarquia, o que não ocorreu (BRASIL, CVM 2001, p. 6).

¹²⁹ A despeito da condenação, a autarquia entendeu não deveria ser aplicada multa, tendo-se em vista que isto poderia representar um ônus ainda maior a ser suportado pelos investidores (BRASIL, CVM, 2001, p. 9).

¹³⁰ Em processo administrativo (RJ2003/12818) similar ao caso Boi Gordo, envolvendo a distribuição pública irregular de contratos de investimento coletivo, o diretor relator, Dr. Eli Loria, salientou que: “A Lei n. 6.385/1976, em seu art. 19, e a Instrução CVM n. 296/1998 (BRASIL, CVM, 1998), especialmente em seu art. 3º, são claras ao determinar que nenhuma emissão pública de valores mobiliários, de CICs, *in casu*, será realizada sem prévio registro na CVM. Por meio desse registro instituído em lei, a CVM, embora não garanta a veracidade das informações ou o sucesso do empreendimento, busca analisar se estão presentes todas as informações necessárias para que o público possa avaliar todos os riscos e decidir, conscientemente, se realizará determinado investimento”.

¹³¹ Sob a mesma discussão e contexto do Caso Boi Gordo, o Caso Avestruz Master é outro paradigma da regulação da CVM sobre contratos de investimento coletivo ofertados publicamente no mercado. O Grupo Avestruz Master foi fundado em 1998 e tinha como objeto a venda de filhotes de avestruz para investidores. Em contrapartida, o grupo empresarial ficou responsável pela criação, pelo abate e pela revenda do produto final, de forma que os investidores eram remunerados ao final. Em 2004, a CVM recebeu o Ofício DESUP/GTBSB/COSUP-01-2004/43, expedido pelo BACEN, comunicando o fato de que o grupo Avestruz Master realizava atividades que somente poderiam ser praticadas por instituições financeiras e que suas operações se baseavam em emissões irregulares de Contratos de Investimento Coletivo. Em inspeção, a CVM concluiu que os “Instrumentos Particulares de Compromisso de Compra e Venda de Avestruz” celebrado entre a sociedade empresária e os “compradores” caracterizava, devido à forma como era realizada a captação, Contratos de

O risco associado à emissão e distribuição de *contratos de investimento coletivo* sem o devido registro perante a CVM ainda motivou a autarquia a publicar a IN CVM 270/98, segundo a qual também as sociedades empresárias emissoras de valores mobiliários dessa natureza deveriam se registrar junto ao órgão regulador. A referida instrução foi substituída pela IN CVM n. 480/2009, cujo objeto, agora mais amplo, disciplina o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulados de valores mobiliários.

Outro caso de relevo para verificar a incidência da regulação da CVM sobre a emissão e distribuição pública de *contratos de investimento coletivo* é o dos *condo-hotéis*. Trata-se de empreendimentos de hotelaria desenvolvidos por meio de recursos de investidores que adquirem unidades autônomas ou frações ideais do edifício a ser construído, comprometendo-se, contudo, a não as utilizar para fins de moradia, mas tão somente em cessão onerosa em favor do gestor hoteleiro. Os investidores associam-se a uma rede hoteleira para explorar conjuntamente suas unidades autônomas ou frações ideais. Porquanto se baseiem em estrutura de unidades autônomas ou frações ideais pulverizadas e coordenadas por meio de serviços de hotelaria, os *condo-hotéis* são juridicamente tratados como condomínios¹³². Em geral, são celebrados contratos de sociedade em conta de participação (SCP), em que a hoteleira se coloca como sócia ostensiva do empreendimento e cada um dos investidores (proprietários das unidades autônomas ou frações ideais) é sócio oculto, participante do resultado econômico da atividade organizada e coordenada pela gestora hoteleira (MASAGÃO, 2004, p. 13).

Nessa estrutura, são identificados dois tipos de relação jurídica nos *condo-hotéis* (EMERY, 2015, p. 74): uma relação de administração condominial (em que a gestora hoteleira presta serviços de hotelaria mediante remuneração regular dos

Investimento Coletivo, nos termos da Lei n. 10.198/2001. Em apenas um ano de fiscalização (entre 2004 e 2005), a Avestruz Master faturou valor correspondente a R\$ 86 milhões. Em sua defesa, o Grupo Avestruz Master alegou que a CVM não teria competência para regular a sua atividade ou aplicar quaisquer sanções, eis que não eram emitidos valores mobiliários, mas contratos de investimento individuais. A despeito da alegação de defesa, o órgão regulador entendeu que a garantia de recompra e a promessa de rentabilidade aos compradores descaracterizaria a assertiva de que se tratava de mera operação de compra e venda de animais. Tratou-se, na realidade, de captação de recursos junto ao público; tanto assim que o grupo empresarial contava com forte aparato publicitário (em televisão e jornal) em várias regiões do Brasil. Por esse motivo, considerou-se que os contratos celebrados entre o Grupo Avestruz Master e os investidores constituíam causa subjacente da emissão de contratos de investimento coletivo, devendo, por isso, observar a regulação da CVM (BRASIL, CVM, 2004).

¹³² De acordo com as lições de Pereira (2009, p. 151), “dá-se em condomínio, quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes” (conforme art. 1.314 e seguintes do Código Civil).

investidores) e uma relação conjunta de locação (em que a gestora hoteleira loca as unidades autônomas ou frações ideais dos investidores mediante o respectivo pagamento).

O aumento de operações e ofertas públicas de investimento para os condo-hotéis fez com que a CVM publicasse, em dezembro de 2013, comunicado exigindo o registro prévio de ofertas dessa natureza e das próprias sociedades responsáveis pela emissão e circulação dos contratos de natureza imobiliária. Mediante a publicação do referido comunicado, a CVM teve a oportunidade de avaliar diversos casos¹³³ envolvendo condo-hotéis e, contrariamente ao seu entendimento originário, manifestou-se pela dispensa do registro da oferta pública de *contratos de investimento coletivo* e pela dispensa do registro da emissora dos títulos. Com base no então vigente art. 4º, da IN CVM n. 400/2003¹³⁴, justificou a dispensa de registro com base nos

¹³³ Dentre os casos avaliados nesse contexto, podem ser citadas as seguintes decisões do colegiado: n. RJ2014/6342 (referente a pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contrato de investimento coletivo formulado por SPE STX 25 Desenvolvimento Imobiliário S.A. no âmbito do empreendimento imobiliário denominado Rio Business Soft Inn); n. RJ2014/5323 (referente a pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contrato de investimento coletivo formulado por Odebrecht Realizações RJ 04 no âmbito do empreendimento imobiliário denominado Condomínio Hotel Praia Formosa); n. RJ2014/6202 (referente a pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contrato de investimento coletivo formulado por Bavete Empreendimentos Imobiliários Ltda. no âmbito do empreendimento imobiliário denominado Condomínio Edifício Ibirapuera); n. RJ2014/9466 (referente a pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contrato de investimento coletivo formulado por CHL LXXIV Incorporações Ltda. no âmbito do empreendimento imobiliário denominado Ibis Niterói Caminho Niemeyer. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/decisoaes/index.html>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

¹³⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa CVM n. 400/2003. “Art. 4º. Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. § 1º Na dispensa mencionada no *caput*, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida: I – Revogado. II – o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; III – o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º); IV – a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; V – características da oferta de permuta; VI – o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou VII – ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.”

seguintes elementos: (i) existência de interesse público¹³⁵; (ii) nível adequado de informação¹³⁶; e (iii) suficiente proteção ao investidor.

O último deles é o mais controverso e merece ser comentado em maior detalhe, na medida em que foi o principal norte imposto pelo legislador para conceder as referidas dispensas ao registro dos contratos dos condo-hotéis (EMERY, 2015, p. 93) e, notadamente, porque carrega discussão extremamente sensível aos contratos veiculados a partir das plataformas.

Embora tenha concedido dispensa de registro para todas as operações envolvendo *contratos de investimento coletivo* em condo-hotéis, a CVM reconheceu haver riscos distintos em operações em que se comercializavam unidades autônomas e outras envolvendo frações ideais. Em termos alinhados à até então vigente IN CVM n. 400/2003, a autarquia avaliou que o critério “proteção ao investidor” para fins de concessão de dispensa (art. 4º) deve ser visualizada de forma distinta nessas hipóteses. Ao comercializar unidades autônomas, o valor de investimento contemplado nos *contratos de investimento coletivo* enfrentam balizas naturais de precificação de mercado, mesmo porque as unidades autônomas devem, necessariamente ser registradas em cartório em nome de seu proprietário adquirente (matrículas próprias e individuais) (WALD, 2009, p. 163). Por outro lado, as frações ideais podem ser comercializadas em “fatias” tão reduzidas do imóvel quanto se desejar, fazendo com que sua captação enfrente limitações muito menores, em termos de valores de captação, que aquelas vinculadas a unidades autônomas. Na primeira modalidade, o investidor adquire um apartamento ou quarto de hotel. Na segunda, ele adquire cotas abstratas de

¹³⁵ Acerca do interesse público reconhecido pela CVM na dispensa de registro dos contratos de investimento coletivo veiculados em empreendimentos de condo-hotéis, a autarquia assim se manifestou no processo administrativo n. RJ2014/6342: “[...] atualmente, o Brasil possui apenas 2,5 quartos disponíveis para cada 1.000 habitantes enquanto países como a China tem 4, Alemanha e França, aproximadamente 12, e Estados Unidos e Itália, mais de 20 quartos por 1.000 habitantes. Dessa forma, além do contexto dos esforços para aumento da capacidade hoteleira da cidade do Rio de Janeiro em preparação para os Jogos Olímpicos de 2016, a construção do Empreendimento pela Requerente também irá contribuir para o desenvolvimento da infraestrutura da cidade do Rio de Janeiro em geral, gerando assim novos empregos, negócios, recolhimento de tributos, além de atrair mais turistas e, conseqüentemente, um volume maior de recursos para a cidade” (BRASIL, CVM, 2014 - Proc. Adm. n. RJ2014/6342).

¹³⁶ Analisando o material e os prospectos veiculados junto a investidores de empreendimentos de condo-hotéis, a CVM os considerou adequados, determinando apenas a utilização de linguagem “serena e moderada” (BRASIL, CVM, 2014 - Proc. Adm. n. RJ2014/6342), a necessidade de que as informações contábeis do requerente da dispensa sejam auditadas por auditoria externa e a inclusão do *disclaimer* previsto no art. 5º, § 7º, da IN CVM 400/2003, *in verbis*: “A PRESENTE OFERTA FOI DISPENSADA DE REGISTRO PELA CVM. A CVM NÃO GARANTE A VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELO OFERTANTE NEM JULGA A SUA QUALIDADE OU A DOS VALORES MOBILIÁRIOS OFERTADOS”.

um empreendimento comum de natureza hoteleira. Em um, o investidor é apto a comercializar sua unidade autônoma a partir da consumação da transferência do registro cartorário; em outro, ele fica condicionado aos interesses condominiais para vender a sua participação. Há, de acordo com a CVM, um risco de fracionamento e pulverização de investimento (a preços ínfimos) evidentemente distinto em ambos os casos¹³⁷.

Entendeu-se que os empreendimentos estruturados sob a forma de unidade autônoma, diferentemente daqueles baseados na comercialização de frações ideais, estão abrangidos sob os auspícios da Lei de Incorporações, pela Lei de Registros Públicos (pois que necessário é o registro cartorário da unidade autônoma) e do Código de Defesa do Consumidor (Lei n. 8.078/90) (EMERY, 2015, p. 77). Nesse contexto, a CVM decidiu (cf. processo administrativo n. RJ2014/6342) por restringir o mercado de condo-hotéis de frações ideais a investidores qualificados – assim entendidos aqueles enquadrados nos termos do art. 9 da IN CVM n. 554/2014 –, e que possuam ao menos R\$ 1,5 milhão de patrimônio ou que invistam ao menos R\$ 1 milhão na oferta em questão. A discussão de pulverização de investimento, como se verá adiante, é basilar para a captação coletiva de recursos pela internet e deve igualmente pautar o olhar regulatório do legislador.

Expostos os antecedentes, em direito nacional e no direito estadunidense, que influíram na definição e na disciplina da circulação de *contratos de investimento coletivo* pelo legislador brasileiro, cumpre discutir em que medida os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* veiculados nas plataformas podiam ser enquadrados como *contratos de investimento coletivo*.

Os *contratos de investimento coletivo* estão especificamente previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 – portanto, na condição de valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM –, nos seguintes termos:

[...] quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de

¹³⁷ No processo administrativo n. RJ2014/6202, a CVM assim se posicionou a respeito da diferenciação: [...] No que se refere ao alcance da oferta, tanto em número de investidores quanto em termos de valor mínimo de investimento, em uma oferta como a Oferta da Incortel [de frações ideais] existe a possibilidade de fracionamento do terreno em tantas frações ideais quantas se pretenda, potencialmente atingindo-se um valor mínimo de investimento muito baixo e, conseqüentemente, uma alta pulverização do ativo. Por essa razão, faz-se necessária uma tutela mais protetora aos investidores, que podem ser menos sofisticados ou propensos a assumir os riscos inerentes ao investimento” (BRASIL, CVM, 2014 - Proc. Adm. n. RJ2014/6202).

remuneração, inclusive resultante de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (BRASIL, 1976a).

Mediante a decomposição da definição trazida pelo legislador brasileiro, bem próxima daquela atribuída às *securities*, infere-se que os seguintes elementos a constituem: (i) realização de investimento; (ii) em empreendimento comum ou coletivo; (iii) por meio de oferta pública; (iv) que gere direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de serviços (expectativa de retorno); (v) advindo do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Cumpra verificar se os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* veiculados nas plataformas compartilhavam essas características e se sua circulação assemelhava-se àquela a que se submetem esses contratos para fins de eventual enquadramento como valores mobiliários, sujeitos à regulação da CVM.

Em relação ao primeiro elemento – *realização de investimento* –, o legislador pontua a necessidade de que o investidor realize aporte, não necessariamente materializado em dinheiro, em favor da sociedade empresária investida. O referido aporte pode tanto ser diferido em parcelas (aporte em crédito), como instrumentalizado mediante a integralização de bens suscetíveis de avaliação econômica (ALVARES, 2006, p. 214).

Saliente-se que os investimentos promovidos com base em *contratos de investimento coletivo* devem consistir na realização de uma pluralidade de aportes. Não haveria, portanto, *contratos de investimento coletivo* viabilizados mediante um único aporte. Investimento coletivo seria aquele destinado a circular em massa, voltado indistintamente àqueles que pretendem investir seus recursos excedentes (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 36-37).

Essas características podiam, com efeito, ser visualizadas nos *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* veiculados a partir das plataformas. Em qualquer das plataformas analisadas – Broota, Eqseed, Startmeup –, a assinatura do contrato estava condicionada ao aporte do investimento em dinheiro pelo investidor. Em complemento, não se observou a viabilização de qualquer investimento em sociedade empresária mediante aporte único; em verdade, os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* foram identificados como parte de um todo (assim entendido o valor de investimento pretendido pela sociedade empresária investida). Portanto, entende-se ser adequada a qualificação desses contratos como

instrumentos de investimento coletivo, viabilizados com base em aportes provenientes de uma pluralidade de investidores.

No segundo elemento – *empreendimento comum* – ressalta-se a ideia de que apenas as situações em que os aportes feitos pelos investidores sujeitam-se aos riscos de um mesmo negócio podem ser enquadradas como *contratos de investimento coletivo* (LEÃES, 1974, p. 48). Há, portanto, um único conjunto de ativos e os riscos da atividade exercida com base nesses ativos são compartilhados pelos investidores.

Tendo-se em conta os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social*, observou-se que os investidores visavam, a partir de seu investimento, tornarem-se sócios de sociedade empresária. Na condição de sócios, promoveriam a exploração conjunta da atividade e compartilhariam os riscos e os resultados econômicos produzidos. Diante da necessidade de contar com o êxito do empreendimento para obter retorno do capital investido, o compartilhamento de riscos e resultados vigoraria a partir do investimento realizado e enquanto os investidores permanecessem na condição de sócios da sociedade empresária investida. Inegável, portanto, o caráter *comum* e *coletivo* do empreendimento viabilizado a partir dos *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social*.

O terceiro elemento – *por meio de oferta pública* – sintetiza a necessidade de que, para fins de enquadramento como *contrato de investimento coletivo*, a comercialização do título seja precedida por *oferta pública*. Essa é, portanto, a forma de circulação dos contratos. De forma geral, entende-se como pública a oferta que tem como destinatárias pessoas indeterminadas ou não individualizadas (DUBEUX, 2006, p. 65).

Não é necessário, para fins de qualificação de oferta pública, que a oferta seja feita para a *totalidade* das pessoas, sendo suficiente que ela se dirija à *generalidade*. Nesses termos, a tendência é que não se conceba como pública a oferta direcionada a grupos predeterminados de pessoas¹³⁸.

A exigência de publicidade está respaldada no interesse público de que os investidores tenham acesso a informações suficientes sobre os riscos inerentes ao investimento para a tomada de decisão racional (BOCATER *et al.*, 1988, p. 09). Significa dizer que as ofertas de natureza privada – isto é, aquelas não captadas a partir

¹³⁸ Quanto ao mérito da discussão, ver nota 122 do presente trabalho.

da poupança pública, mas de determinados agentes – não envolvem interesse público que enseje a necessidade de publicização dos termos da oferta (DUBEUX, 2006, p. 65).

De acordo com o art. 19, § 3º, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), caracterizam a emissão pública a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; e a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. Note-se que o legislador brasileiro não se valeu de uma definição particular de *oferta pública*, mas se reservou a indicar os elementos que, uma vez presentes, assim a qualificariam.

Os elementos que caracterizam as ofertas públicas apresentam conotação objetiva, no que se refere aos meios e instrumentos empregados para oferta e distribuição de valores mobiliários (CARVALHOSA, 2002, p. 63) e subjetiva, pertinente à qualificação dos ofertados e à disponibilidade de informações sobre o agente ofertante e os valores ofertados (EMERY, 2015, p. 62). Quanto ao elemento objetivo, podem-se citar os instrumentos mencionados no art. 19, § 3º, da Lei n. 6.385/1976. O elemento subjetivo diz respeito ao nível de conhecimento e experiência detidos pelos investidores para avaliar os riscos e o mérito do investimento (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 151). Afinal, caso os investidores tivessem pleno acesso a informações suficientes para a tomada consciente de decisão sobre o investimento, não haveria necessidade de obrigar a sociedade empresária emissora a promover os registros competentes perante a CVM (EMERY, 2015, p. 62-63). É justamente nessa toada que o art. 4º, § 1º, inciso VII, da IN CVM n. 400/2003 (BRASI, CVM 2003), até então vigente, dispensava a necessidade de registro de ofertas de valores mobiliários que se destinavam exclusivamente a investidores qualificados, assim definidos no art. 9 da IN CVM n. 554/2014 (BRASI, CVM 2004).

Dessa feita, a qualificação de determinada oferta de valores mobiliários como pública ou privada envolve a visualização não somente dos meios e instrumentos utilizados para operacionalizá-la, mas, notadamente, do nível de conhecimento e informações disponíveis ao investidor.

Volvendo o olhar sobre os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* veiculados por meio das plataformas, duas constatações podem ser feitas, de acordo com a divisão sugerida sobre elementos objetivo e subjetivo da oferta pública. Nessa primeira ótica, nota-se que as propostas e ofertas de investimento eram

instrumentalizadas por meio de página virtual registrada em nome do titular da plataforma e, mais especificamente, da internet. A esse respeito, cumpre mencionar o Parecer de Orientação CVM n. 32/2005 (BRASI, CVM, 2005), que teve por objeto explicitar o entendimento da CVM quanto à caracterização de uma oferta de distribuição de valores mobiliários quando a internet é utilizada como meio de comunicação. De acordo com o parecer, o “uso da internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública [...] uma vez que a internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio”. Nesse sentido, resta nítido o caráter público do meio (página eletrônica e internet) utilizado para a oferta e negociação de títulos nas captações coletivas de recursos.

Quanto ao elemento subjetivo, observa-se que as ofertas de investimento disponibilizadas nessas plataformas envolviam investidores das mais diversas naturezas, sendo notória a disparidade de perfis e experiência detida por cada um. Com efeito, foram identificados casos em que investidores com mais experiência¹³⁹ conviveram com pessoas que lidam com o mercado de capitais brasileiro pela primeira vez. Indubitável, portanto, que os investidores usuários dessas plataformas careçam de proteção e de um nivelamento mínimo sobre as informações divulgadas.

Por conseguinte, entende-se que as ofertas veiculadas nas plataformas eram qualificadas como ofertas públicas, nos termos do art. 19, § 3º, da Lei n. 6.385/1976, do art. 3º da até então vigente IN CVM 400/2003 e do Parecer de Orientação CVM n. 32/2005.

O quarto elemento constitutivo dos *contratos de investimento coletivo – direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de serviços* – delinea a prerrogativa de os investidores participarem ou serem remunerados pelo investimento. Trata-se de característica inerente a esse tipo de contrato de investimento (MATTOS FILHO, 1985, p. 43).

Por instrumentalizarem forma de investimento, os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* celebrados por meio das plataformas eram

¹³⁹ Para fins de ilustração, podem ser citados os investidores-líderes de sindicatos encontrados na plataforma Broota. São pessoas de evidente experiência em investimentos dessa natureza e são os responsáveis por intermediar a relação entre a sociedade empresária investida e os demais investidores. (BROOTA. *Sindicatos*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/sindicatos>>. Acesso em: 12 abr. 2017).

ofertados e negociados com investidores com base na promessa de *participação*, na condição de sócios, e de *remuneração*, mediante eventual distribuição de lucros.

No quinto e derradeiro elemento – *advindo do esforço do empreendedor ou de terceiros* – salienta-se que os *contratos de investimento coletivo* são celebrados mediante a entrega de dinheiro ou bem economicamente avaliável pelo investidor para gestão do empreendedor ou sociedade investida. Como dito, não se entende que o investidor deve se abster de todo e qualquer ato de gestão para que o contrato celebrado seja qualificado como *contrato de investimento coletivo*. Na realidade, o que deve haver para essa constatação é que as funções ou atividades essenciais do empreendimento sejam desenvolvidas pelo empreendedor ou por terceiros (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 43-44) e, ainda, que o investidor não exerça controle sobre o empreendimento no qual seus recursos foram investidos (MATTOS FILHO, 1985, p. 44).

Esse cenário era igualmente observado nas plataformas estudadas. Os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social* celebrados por meio dessas plataformas reservavam, ainda que não de forma estanque, a gestão e administração da sociedade empresária investida para o empreendedor. Contudo, observou-se que o investidor participa da gestão do negócio em determinadas situações. Nos estudos de caso que compõem esta dissertação, constatou-se que, ademais do exercício do voto em assembleia ou reunião de sócios (prerrogativa inerente à condição de sócio), os investidores orientavam empreendedores, viabilizavam novos negócios e dispunham do direito de requerer relatórios sobre o andamento das atividades e demonstrações contábeis regularmente.

Entende-se, portanto, adequada a qualificação dos *contratos preliminares para fins de formação ou aumento de capital social* celebrados por meio das plataformas como *contratos de investimento coletivo*, nos termos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Essa qualificação se mostra acertada, ainda, ao se observar que os títulos emitidos eram direta e publicamente negociados com investidores. Recorde-se, nos termos do estudo promovido sobre a plataforma Eqseed, que os títulos que representam a dívida assumida pela sociedade empresária constituem os mesmos contratos coletivos que eram celebrados com investidores. Por esse motivo, entende-se correta a qualificação direta dos *contratos preliminares para fins de formação ou aumento de capital social* como *contratos de investimento coletivo*, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

3.1.2.2 Análise quanto ao enquadramento jurídico do contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária como nota comercial, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976

A qualificação dos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária*, celebrados por meio das plataformas, como *notas comerciais*, previstas no art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), passa pela compreensão do significado dessa espécie de valor mobiliário.

Instrumento originado no direito norte-americano, o *commercial paper*, como é denominado, é título decorrente da promessa de pagamento de quantia determinada que representa a constituição de dívida de curto prazo voltado ao financiamento do capital de giro de companhias. A emissão do *commercial paper* não carece de registro perante a SEC. Trata-se de título que, em geral, não dispõe de garantias reais ou privilégios especiais, o que tornou os investidores qualificados seu público-alvo natural (BORBA, 2014, p. 397).

Seu surgimento está diretamente relacionado com a restrição à obtenção de crédito pelas sociedades empresárias por meio das vias tradicionalmente disponíveis no sistema financeiro norte-americano. Embora os Estados Unidos já se destacassem na indústria, no comércio e na agricultura, dispunham de um sistema bancário regional e com capacidade limitada para estender linhas de crédito que pudessem abranger todo o sistema produtivo, cada vez mais interconectado (DA CRUZ, 2010, p. 77).

Nesse contexto de restrição, o *commercial paper* surgiu como alternativa comumente utilizada pelos investidores norte-americanos desde a década de 1920 e que, somente em 1952, foi regulada por meio do *Uniform Commercial Code* (UCC). De acordo com o art. 3º do UCC, o *commercial paper* foi qualificado como instrumento de crédito negociado junto ao mercado sob a forma de nota promissória.

A ausência de garantias contribuiu para que o título se popularizasse como instrumento de crédito simples para operações em curto prazo – em geral, de 60 dias para resgate (DA CRUZ, 2010, p. 78). Nesse contexto, a liquidez e a reputação do emissor da *commercial paper* mostraram-se fatores relevantes para a decisão de investidores assumirem o risco do investimento (BERBERT, 2010, p. 20-21).

No Brasil, o tema foi primeiramente tratado em doutrina¹⁴⁰. Posteriormente, em 1990, o legislador brasileiro disciplinou as notas comerciais. Recorde-se que, no período, o art. 2º, inciso III, da Lei n. 6.385/1976, autorizava o CMN¹⁴¹ a qualificar, como valores mobiliários, “outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas

Exercendo o seu mister, o CMN publicou a Resolução n. 1.723/1990, cujo art. 1º qualificou como valor mobiliário a nota comercial emitida por companhia desde que destinada à oferta pública¹⁴². De forma distinta do tratamento recebido pelo *commercial paper* nos Estados Unidos, em que não se fazia necessário qualquer registro de sua distribuição perante a SEC, restou patente a competência da CVM para regular a emissão e a distribuição pública desses títulos no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Importa notar que a qualificação de determinado título como nota comercial está intrinsecamente relacionada à forma de circulação. Há de se destinar o título à oferta pública para que o regime jurídico atribuído aos valores mobiliários também seja aplicável. Caso contrário, não se poderá dizer de regime jurídico sob regulação da CVM, mas de regime de direito contratual ou de regime cambial, a depender das características do título e de sua forma de circulação (ANJOS JÚNIOR; NEVES, 2016).

Com efeito, a circulação de títulos representativos de direitos patrimoniais em sede de Direito Contratual é realizada por meio do instituto da cessão de crédito, definida nos termos do art. 286 e seguintes do Código Civil. A cessão de crédito pode ser realizada conquanto não contrarie a Lei ou a convenção com o devedor, e somente será eficaz em relação a terceiros caso seja celebrada por instrumento público ou, ainda, por instrumento particular revestido das solenidades previstas no art. 654, § 1º, do Código Civil (BRASIL, 2002). Por outro lado, a circulação de títulos no âmbito do Direito Cambial se aperfeiçoa por meio do endosso cartular e pela efetiva *traditio manus*, conforme previsto, por exemplo, nos artigos 11 a 20 do Anexo I, da Lei Uniforme de Genebra sobre Letra de Câmbio e Nota Promissória. Na condição de

¹⁴⁰ O primeiro trabalho acadêmico a versar sobre as *commercial papers* é de autoria de Theóphilo de Azeredo Santos (“O Commercial Paper na Experiência Americana: Papel Comercial. Rio de Janeiro, 1980”).

¹⁴¹ Sob a mesma ressalva feita por José Edwaldo Tavares Borba (2014, p. 399), cabe frisar que ao CMN cabia tão somente qualificar títulos existentes como valores mobiliários, não dispondo de poderes para os determinar ou instituir propriamente.

¹⁴² Em face da já citada alteração legislativa promovida a partir da publicação da Lei n. 10.303/2001 (BRASIL, 2001), as notas comerciais foram expressamente incluídas na lista de valores mobiliários sujeitos à regulação da CVM –art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

declaração unilateral de vontade, o endosso que legitima a circulação de título de crédito, como no caso da nota promissória, depende da formalização (porquanto é ato formal) da manifestação da vontade (por vezes lançada expressamente por escrito no título) e da tradição materializada na entrega da cártula (NEVES; ANJOS JÚNIOR, 2016).

De forma distinta em relação aos regimes contratual e cambial, a circulação dos valores mobiliários centra-se na oferta pública, e os títulos listados no art. 2º da Lei n. 6.385/1976 são declarados e emitidos escritural e eletronicamente para a generalidade dos investidores.

A IN CVM n. 134/1990 e a IN CVM n. 155/1991 foram as normas responsáveis por regular, respectivamente, a emissão das notas comerciais para distribuição pública e a simplificação dos requisitos exigidos para a obtenção de registro desses títulos (em espécie, a obtenção de registro de emissor e a apresentação de prospecto de investimento¹⁴³).

Em recente alteração normativa, a CVM emitiu a IN CVM n. 566/2015, que não somente revogou as citadas IN CVM n. 134/1990 e 155/1991, mas imprimiu algumas inovações sobre a forma como as notas comerciais são emitidas e distribuídas no mercado de valores mobiliários. No próprio Edital de Audiência Pública SDM n. 01/2015, a CVM já havia sinalizado a pretensão de consolidar e conferir tratamento unitário à oferta pública de notas comerciais a partir da IN CVM n. 566/2015.

A referida instrução normativa abrange, de forma sumária, uma seção atinente às características que as notas comerciais ofertadas publicamente devem apresentar e outra relativa aos procedimentos para sua distribuição no mercado de valores mobiliários. Na sistemática proposta, confirmou-se a possibilidade de emissão de notas comerciais não somente por sociedades anônimas, mas por sociedades limitadas e por cooperativas do agronegócio (cf. art. 2º).

Inovou-se, também, na sistemática proposta para a distribuição pública dos títulos, na medida em que não foi previsto tratamento específico para tanto. Dessa forma, a distribuição pública de notas comerciais deveria observar: (i) os termos da IN CVM n. 400/2003, até então vigente, para investidores em geral; (ii) os termos da IN CVM n. 476/2009 para investidores profissionais; ou (iii) o procedimento de registro

¹⁴³ Em contrapartida à simplificação proposta, as sociedades empresárias emissoras não poderiam utilizar material publicitário para sua oferta, e deveriam fixar um valor unitário mínimo suficientemente elevado de forma a assegurar sua destinação a investidores qualificados.

automático previsto no art. 9º da própria IN CVM n. 566/2015 em caso de observância dos requisitos ali descritos (operacionalizada a partir de emissor já registrado na CVM), reservada igualmente a investidores qualificados. De acordo com a exposição de motivos do Edital de Audiência Pública SDM n. 01/2015, a previsão de vários arranjos de distribuição pública de notas comerciais vai ao encontro da pretensão da autarquia de flexibilizar o procedimento de registro de acordo com o nível informacional e com o grau de sofisticação dos investidores.

Por serem títulos sujeitos à regulação da CVM, apresentam características específicas, exigindo a observância de condições sem as quais não podem ser ofertados e negociados publicamente no mercado brasileiro, tampouco se sujeitar ao regime jurídico de valor mobiliário. Nessa toada, o art. 3º da IN CVM n. 566/2015 dispõe que as notas comerciais devem ser integralizadas à vista e em moeda corrente no ato de sua emissão e subscrição. É dizer, portanto, que títulos emitidos sem o correlato pagamento à vista não serão tratados como notas comerciais, nos termos da IN CVM n. 566/2015.

O art. 4º da referida instrução normativa, a seu turno, prevê que a nota comercial deve circular por endosso em preto ou, noutras palavras, a partir da expressa menção do beneficiário daquele título. Isso ocorre porque a circulação das notas comerciais é operacionalizada pelos registros escriturais efetuados nas contas de depósito mantidas no depositário central, o qual deverá endossar o título ao credor definitivo (cf. § 1º). No mesmo dispositivo, determina-se a necessidade de o endossante fazer constar a “cláusula sem garantia” sobre o título, de forma que não assume responsabilidade pelo pagamento da nota comercial perante o novo credor. Transfere-se, pois, tão somente a propriedade do título, blindando-se o endossante de qualquer caracterização de solidariedade no dever de pagamento do crédito que funda a nota comercial (cf. § 2º).

Por derradeiro, o art. 5º da IN CVM n. 566/2016 define o prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias a contar de sua emissão como prazo de vencimento da nota comercial. Não observado o prazo, afasta-se a possibilidade de qualificação como nota comercial.

Apontadas as características e os traços que identificam as notas comerciais e que norteiam sua emissão e distribuição no mercado de valores mobiliários, importa analisar a possibilidade de assim qualificar os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária* celebrados por meio das plataformas.

Cumpra, para esse fim, resgatar as características e a forma de circulação desses contratos que eram até recentemente veiculados por meio das plataformas.

Os estudos de caso desenvolvidos para elaboração desta dissertação (em especial, como visto, o estudo sobre a plataforma Broota) revelaram que algumas das características das *notas comerciais* podem ser encontradas nos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*, como a necessária integralização do valor pago à vista (caso o valor buscado com a oferta seja atingido) e a menção expressa do beneficiário do título. Todavia, outras características, igualmente essenciais à configuração da *nota comercial*, mostraram-se ausentes e, sob certa ótica, não são coerentes à sua dinâmica de circulação.

Nesse sentido, o prazo para resgate de 360 dias a contar da emissão e a necessidade de menção da “cláusula sem garantia” sobre o título para sua efetiva circulação não foram elementos constatados nos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*.

Em geral, os investidores são amplamente notificados acerca do risco de investimento sobre as captações promovidas pelas plataformas e se comprometem a observar extenso prazo de carência (composto de alguns anos, em geral) para exercer o direito de resgate sobre o valor investido. A medida se justifica pela necessidade de que sociedades empresárias em estágio inicial de desenvolvimento tenham tempo e recursos suficientes para desenvolver suas atividades.

Ademais, os investidores reconhecem a falta de liquidez dos contratos celebrados por meio das plataformas e são igualmente alertados a esse respeito pelos titulares das plataformas. Embora dirigidos à coletividade de investidores por meio de oferta pública, a circulação desses contratos perante terceiros potenciais adquirentes é restrita no contexto atual, de forma que, naturalmente, não se pôde observar a presença de “cláusula sem garantia” nesses contratos.

Note-se que, embora as *notas comerciais* sejam emitidas para oferta pública, tal como os valores mobiliários indicados no art. 2º da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), sua circulação deve ocorrer por endosso em preto, operacionalizado por meio de registros escriturais efetuados nas contas de depósito mantidas junto a depositário central, a quem caberá endossar a cártula ao credor definitivo (conforme art. 4º, § 1º, da IN CVM n. 566/2015). É importante frisar, por derradeiro, que essa estrutura de circulação não foi observada no que se refere aos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* celebrados por meio das plataformas estudadas.

À luz dos requisitos formais previstos na IN CVM n. 566/2016, portanto, não se mostra razoável qualificar os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* como *notas comerciais*, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Feita a análise central do tópico, passa-se a outra.

Não obstante ter sido esta hipótese de pesquisa refutada, a abrangência dos termos definidores dos *contratos de investimento coletivo* (conforme art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976), como assinalado no tópico anterior, sugere a possibilidade de se admitirem os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* como *causa* (ou relação jurídica subjacente) da sua emissão. Explica-se.

Os *contratos de investimento coletivo* abrangem os já citados elementos: (i) realização de investimento; (ii) em empreendimento comum ou coletivo; (iii) por meio de oferta pública; (iv) que gere direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de serviços (expectativa de retorno); (v) advindo do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Seguindo a linha do discurso elaborado no tópico anterior, descreve-se em que medida os elementos dos *contratos de investimento coletivo* se subsumam às características dos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* até recentemente celebrados por meio das plataformas.

Assim como no caso dos *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social*, os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* consubstanciavam a realização de aporte pelo investidor, materializado em dinheiro, em favor da sociedade empresária investida. A diferença entre as duas modalidades residia justamente na contrapartida a que se obriga a sociedade investida: no primeiro caso, prometia-se direito de participação; no segundo, direito de rendimento (remuneração por juros) associado ao direito potestativo de conversão. Tratava-se de investimento viabilizado e consumado a partir da pluralidade de aportes, sendo-lhe inerente a característica de investimento coletivo (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 36-37).

Em relação ao segundo elemento – *empreendimento comum* –, tem-se que os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* formalizavam relação jurídica na qual os investidores assumiam, em conjunto, os riscos do sucesso da atividade empresarial em que investiam. Naturalmente, os riscos assumidos em cada uma das modalidades contratuais analisadas (*contratos preliminares* e *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*) variavam entre si. A previsão da possibilidade de o

investidor decidir diante das situações contratualmente pactuadas se exerceria o direito de conversão do crédito em participação societária garantia-lhe a prerrogativa de somente ingressar na sociedade em caso de indícios de sucesso. Isso não obsta, porém, a constatação de que também nos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* havia assunção conjunta de riscos pelos investidores, os quais deviam até mesmo manifestar prévia ciência acerca dos riscos assumidos antes de promoverem os aportes.

No que pertine ao terceiro elemento, tal como os *contratos preliminares de formação ou aumento de capital social*, os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* eram celebrados por meio de sítio eletrônico disponível na internet. É devida, nos termos do Parecer de Orientação CVM n. 32/2005 (BRASIL, CVM, 2005), a consideração de que as ofertas realizadas por esse meio são públicas, uma vez que a internet permite o acesso indiscriminado às informações. Por outro lado, eram abrangidos investidores com diferentes perfis e características, o que justificava a preocupação de se regular o conteúdo objeto da divulgação. Portanto, a divulgação das ofertas e posterior celebração dos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* também dispunham de caráter público, nos termos do art. 19, § 3º, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) e do art. 3º da até então vigente IN CVM 400/2003 (BRASIL, CVM, 2005).

Em relação ao quarto elemento constitutivo dos *contratos de investimento coletivo – direito de participação, parceria ou remuneração* –, verificou-se que os investidores que celebravam os *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* condicionavam o aporte à promessa de que seriam remunerados pelo pagamento de juros ou, na ocorrência da conversão de seu crédito, de participação no empreendimento investido. Entendeu-se presente, nesse sentido, a estipulação de direito de participação ou remuneração nos instrumentos em análise.

Finalmente, o quinto elemento – *advindo do esforço do empreendedor ou de terceiros* – também pôde ser constatado nos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*. A sociedade investida e seus administradores eram responsáveis diretos por empreender os esforços necessários ao desenvolvimento da atividade principal e, por consequência, à obtenção dos rendimentos convencionados.

A forma generalista como foi redigido o inciso IX, do art 2º, da Lei n. 6.385/1976 favorece a ocorrência de situações em que títulos ofertados publicamente, que não se subsumam perfeitamente a algum dos valores mobiliários previstos nos incisos de I a VIII, possam vir a ser qualificados como *contratos de investimento*

coletivo. Esse pareceu ser o caso dos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*, que reuniam características suficientes para ser concebido como *relação jurídica subjacente* da emissão de *contratos coletivos de investimento*.

Nesse ponto, cabe esclarecer: porquanto se tenha dito que os *contratos preliminares para fins de formação ou aumento de capital social* podiam ser qualificados como *contratos de investimento coletivo* (conforme tópico anterior), não se pôde dizer o mesmo em relação aos *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*. Isso porque estes últimos perfaziam, na realidade, *relação jurídica subjacente* da emissão de *contratos de investimento coletivo*.

Recorde-se, a esse respeito, que os Títulos de Dívida Conversível (TDC ou *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade*), firmados entre SPE e o investidor, distinguiam-se do outro negócio jurídico celebrado por meio da plataforma Broota (título de dívida de emissão privada que era emitido pela sociedade investida em favor da SPE). O título de dívida de emissão privada não era objeto de oferta pública e, portanto, não tinha o condão de materializar *contrato de investimento coletivo*. Não obstante isso, tratava-se do título que lastreava a emissão dos TDCs, estes sim submetidos à oferta pública. Por esse motivo, entende-se que, embora estes últimos não pudessem ser qualificados como tal, perfaziam *relação jurídica subjacente* da emissão de *contratos de investimento coletivo*.

Por outro lado, os *contratos preliminares* (tal como analisado no subtópico anterior) materializavam os títulos que eram, de fato, utilizados para distribuição e negociação pública. Nessa linha, podiam ser caracterizados, *per se*, como *contratos de investimento coletivo*.

Em termos técnicos, portanto, os TDCs ou *contratos de mútuo com cláusula de conversibilidade* celebrados por meio da plataforma examinada deviam ser tratados como *relação jurídica subjacente* da emissão de *contratos de investimento coletivo*, nos termos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976.

3.1.3 A minuta de instrução do Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016

O entendimento da forma como as captações coletivas de recursos materializadas pela emissão de valor mobiliário eram operacionalizadas por meio das plataformas disponíveis no Brasil evidencia as razões pelas quais a CVM monitora a atividade desde 2012 e, três anos mais tarde, deu abertura a procedimento de audiência

pública para futura regulação da matéria.

Em junho de 2015, o Colegiado da CVM manifestou-se formalmente pela necessidade de elaboração de instrução normativa específica para regular a prática de distribuição de ofertas públicas de valor mobiliário por meio de sítio eletrônico¹⁴⁴. Somente em novembro de 2016, todavia, a minuta de regulação sugerida pela autarquia foi apresentada¹⁴⁵ pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, devidamente acompanhada do edital de audiência pública, consignado na Ata de Reunião do Colegiado de Regulação n. 12. A proposta de instrução e o edital de audiência consolidaram a posição da CVM¹⁴⁶ sobre as atividades conduzidas por meio das plataformas até recentemente, antes da publicação da IN CVM n. 588/2017, a ser analisada à frente.

A minuta de instrução dispunha sobre “a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na CVM e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores”. Buscando ser ainda mais clara na definição do escopo de regulação proposta, a CVM ressaltou que a minuta não abrangia todas as modalidades de *crowdfunding*, reservando-se aos casos em que “projeto ou negócio é apresentado por meio de um portal na internet a um grande número de indivíduos como uma oportunidade de investimento que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração” (CVM, 2016).

Por esse motivo, fez-se necessário delimitar a natureza das atividades submetidas a seu regime de competência. Como órgão regulador do mercado de valores mobiliários, a CVM regula atividades de emissão, oferta, negociação e distribuição de

¹⁴⁴ Em agosto desse mesmo ano, o órgão regulador promoveu pesquisa de opinião a respeito da aceitação de novos investidores à prática do investimento por meio das plataformas. Verificou-se que 86% dos entrevistados estavam dispostos a realizar investimentos por meio das plataformas, sendo que os setores que mais despertaram interesse foram tecnologia, educação e esportes (CVM, 2015, p. 8).

¹⁴⁵ Em junho de 2016, a CVM determinou a criação do Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras a partir com base na Portaria CVM/PTE n. 105/2016. O núcleo tem como finalidade o acompanhamento do desenvolvimento e da aplicação de novas tecnologias financeiras no mercado de valores mobiliários a partir das *Fintechs*, sociedades empresárias que oferecem produtos e serviços para o mercado financeiro e cujo modelo de negócios se baseia em tecnologia e rede. As práticas de captação de recursos mediante emissão de valor mobiliário por meio de sítio eletrônico fazem parte da rotina de acompanhamento do núcleo.

¹⁴⁶ A apresentação da minuta de instrução normativa tem como principais objetivos “a) contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores; b) ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para sociedades empresárias em fase inicial ou com dificuldades de acesso ao crédito em função de seu porte; c) promover proteção adequada dos investidores que, em muitos casos, não são participantes costumeiros do mercado de capitais; e d) prover segurança jurídica para plataformas eletrônicas de *investment-based crowdfunding* e para empreendedores de pequeno porte.” (CVM, 2016).

valor mobiliário, das quais decorra retorno de natureza financeira. Afirmava-se, na minuta, que as atividades realizadas por meio das plataformas examinadas atraíam a competência da CVM porque os contratos veiculados “enquadravam-se na qualidade de *contrato de investimento coletivo*”, previsto no rol de valores mobiliários disposto no art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Na própria minuta reconhecia-se que as divulgações de empreendimentos veiculadas por meio das plataformas compreendiam ofertas públicas de investimentos. Nos termos do Parecer de Orientação CVM n. 32/2005, reiterou-se, a utilização da internet para atrair investidores tem o condão de caracterizar determinada oferta como pública. Configurada a oferta pública de valor mobiliário, tem-se, em regra, como devido o registro da própria oferta, como também do responsável pela emissão perante a CVM, nos termos dos arts. 19 e 21 da Lei n. 6.385/1976, respectivamente.

Não obstante isso, a própria Lei n. 6.385/1976, no art. 19, § 5º, inciso I, e no art. 21, § 6º, inciso I, prevê a possibilidade de que esses registros sejam dispensados. As hipóteses de dispensa eram previstas no art. 5º, inciso III, da IN CVM 400/2003 e no art. 7º, inciso IV e V, da IN CVM 480/2009 (resoluções revogadas pela IN CVM 588/2017). A primeira norma autorizava a dispensa de registro de oferta pública de distribuição de valor mobiliário emitido por sociedades empresárias enquadradas como microempresas (ME) ou como empresas de pequeno porte (EPP), ao passo que a segunda autorizava a dispensa de registro de emissores de valores mobiliários enquadrados nessas duas categorias. A obtenção da dispensa de registro da oferta de valor mobiliário ensejava, ainda, a desnecessidade de contratação de instituição pertencente ao sistema de distribuição de valores mobiliários para intermediar a operação.

O regime de dispensas foi estruturado, indubitavelmente, para estimular o acesso ao mercado de valores mobiliários por sujeitos enquadrados nas categorias de micro e pequenas empresas. A CVM admite, porém, que poucas sociedades empresárias aproveitaram a flexibilização regulatória desde 2003 (CVM, 2016). A situação somente veio a se modificar recentemente, com o advento das práticas de captações coletivas de recursos por meio da internet. Desde então, foram requisitados inúmeros pedidos de dispensa de registro (CVM, 2016).

Conquanto o regime de dispensa viesse sendo regularmente utilizado por sociedades empresárias que ofertavam valores mobiliários por meio das plataformas, a CVM reconhecia que as normas existentes para regular a atividade deviam ser

revisadas¹⁴⁷. O órgão regulador assumiu, na minuta da proposta de instrução, que a legislação permissiva aplicava-se apenas a sociedades por quotas de responsabilidade limitada¹⁴⁸, o que correspondia a verdadeiro contrassenso. Isso porque a aquisição e a cessão de quotas sociais dependem de averbação, perante a Junta Comercial, de instrumento específico de alteração de Contrato Social assinado pelos sócios que representem o necessário quórum social. Assim, esse tipo societário não favorecia o ingresso de sócios e a negociação dos respectivos títulos de participação, premissas basilares da atividade em exame (CVM, 2016).

A intenção de revisão do regime de dispensas e da própria legislação aplicável às atividades conduzidas por meio das plataformas fundou-se, também, no já citado limite de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) por ano imposto a captações e ofertas que aproveitavam de dispensa de registro, conforme disposto no já revogado art. 5º, § 4º, da IN CVM n. 400/2003. Esse limite, de acordo com a autarquia, deveria ser majorado para permitir tanto a realização de mais captações, como de investimentos mais vultosos.

Nesse contexto, a proposta de instrução normativa apresentada pela CVM visou estruturar novo regime normativo, pautado pela possibilidade de que sociedades empresárias com receita bruta inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) pudessem realizar ofertas públicas de valor mobiliário por meio das plataformas com dispensa automática de registro da oferta e do emissor.

A nova proposta de regulação assentou-se em nove modificações principais ao regime de dispensa de registro até então em vigor, a saber:

¹⁴⁷ A CVM reconheceu que as atividades conduzidas por meio das plataformas ensejaram novas discussões e a assunção de novos riscos, o que tornou necessária a revisão da legislação em vigor. Dentre os riscos citados na minuta de instrução, podem ser citados: “(i) a possibilidade de fracasso do empreendimento, que tende a ser elevada no caso das empresas ofertadas; (ii) a assimetria informacional entre emissor e os investidores de varejo, que é mais elevada do que nas emissões dos mercados de capitais tradicionais, em que ferramentas como um prospecto completo estão disponíveis, assim como a atuação de analistas especializados; (iii) a dificuldade de acompanhar o valor do investimento, dada a possível falta de demonstrações financeiras auditadas e de mercado secundário; (iv) as dificuldades ou limitações que investidores terão nas estruturas societárias deste tipo de empresas e a possível diluição que ocorrerá em futuras rodadas de capitalização de uma empresa cujas atividades venham a crescer; (v) a falta de liquidez; e ainda (vi) a maior possibilidade de ocorrência de fraude considerando o estágio inicial de um mercado ainda em fase de regulamentação, mas cujo alcance, dado os meios eletrônicos de difusão usados, incluindo mídia e redes sociais, é muito amplo” (CVM, 2016).

¹⁴⁸ De acordo com o art. 3º, parágrafo § 4º, inciso X, da Lei Complementar n. 123/2006 BRASIL, 2006), veda-se o enquadramento de sociedades anônimas como microempresas e empresas de pequeno porte.

(a) definição de critérios de elegibilidade dos emissores: reconhecendo a aptidão das captações coletivas de recursos por meio da internet como alternativa para sociedades de pequeno e médio porte, a CVM propôs a adoção de nova definição de sociedade empresária elegível à dispensa de registro, havendo de ser assim entendida aquela que tem receita bruta anual inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

(b) o aumento do limite de captação anual: considerou-se necessário o aumento do limite de captação de recursos nas ofertas públicas de valores mobiliários por meio das plataformas para R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) anuais, em uma ou mais ofertas, desde que observado o intervalo de 120 (cento e vinte) dias entre elas.

(c) a imposição de limites de investimento aos investidores: como forma de reduzir os riscos das operações e proteger os investidores, a CVM introduziu o limite anual de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) para realização de investimentos pelos investidores. Essa restrição não se aplica, contudo, a investidores qualificados, assim definidos na Lei, e a investidores líderes de sindicatos, conforme explicado adiante.

(d) a padronização das informações da oferta consideradas essenciais: a minuta de instrução normativa preocupou-se em homogeneizar as informações que os investidores poderiam acessar antes de decidir realizar o investimento. Nas ofertas, devem constar informações sobre: i) o empreendedor; (ii) o plano de negócios; (iii) as características do valor mobiliário ofertado; (iv) a comunicação de informações contínuas após a oferta; (v) alertas sobre riscos; (vi) possíveis conflitos de interesse; (vii) remuneração do titular da plataforma.

(e) o dever de concessão de amplo e equitativo acesso às informações da oferta: a CVM dispôs que as sociedades responsáveis pela disponibilização das plataformas deveriam garantir que os investidores tivessem acesso às mesmas informações, não podendo impor registros específicos para tanto. Vedou-se, inclusive, que fossem retirados comentários negativos feitos por usuários nos fóruns sobre as ofertas realizadas.

(f) o estabelecimento de requisitos para o registro e autorização para o funcionamento dos titulares das plataformas: a CVM entendeu que as sociedades empresárias responsáveis pela disponibilização das plataformas não poderiam ser admitidas como murais de anúncios de oferta (*bulletin board*), sem responsabilidade sobre as ofertas e as informações disponibilizadas aos investidores. Na realidade, fazem parte do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, nos termos do art. 15, da Lei n. 6.385/1976. Nesse sentido, previu-se que as sociedades responsáveis pelas plataformas deveriam ser previamente registradas perante a CVM e somente poderiam atuar após autorização da autarquia. Para obter o registro, essas sociedades deveriam comprovar a idoneidade de seus administradores, a existência de recursos humanos e tecnológicos adequados à prestação dos serviços, capital social mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), e a elaboração de um código de conduta para pautar a atuação de sócios, administradores, empregados e prepostos. As sociedades responsáveis pelas plataformas ainda foram submetidas, na minuta, a obrigações específicas, como o controle de emissores elegíveis, a fiscalização sobre o montante autorizado a ser investido por cada investidor, e a elaboração e a divulgação de material didático sobre as ofertas. O órgão regulador não qualificou as sociedades responsáveis pela disponibilização das plataformas como instituição financeira. Por esse motivo, previu-se a vedação de qualquer transferência de recursos dos investidores a partir das contas bancárias dessas sociedades.

(g) vedação ao uso de material publicitário e à procura de investidores fora do ‘ambiente digital’: a minuta restringiu as captações coletivas de recursos por meio da internet a operações e negócios celebrados a partir da plataforma. Não foram abrangidas ofertas de valores mobiliários realizadas em lojas ou outros estabelecimentos, tampouco a busca por investidores por meio de contato telefônico.

(h) a realização de investimentos por meio de sindicatos de investidores: a CVM previu a possibilidade de que grupos de investidores, coordenados por um investidor-líder, pudessem promover investimentos conjuntos de forma integrada, com base na tese de investimento deste último. Nessa sistemática, as sociedades investidas não precisariam lidar com inúmeros investidores, reservando o seu relacionamento (e a eventual prestação de contas) à intermediação do investidor-líder. Foi determinado, ademais, o dever de que o investidor-líder atuasse sempre em interesse do sindicato, de modo a mitigar potenciais conflitos de interesse com a sociedade investida, e que não apresentasse relação prévia com o empreendedor ou com a sociedade que administra a plataforma. Para ser qualificado como investidor-líder, o investidor deveria comprovar experiência com investimento em startups por pelo menos 07 (sete) anos e em ao menos 07 (sete) empreendimentos distintos. Finalmente, o sindicato de investidores somente poderia ser formado para promoção de investimento em uma sociedade particular, o que o diferencia dos fundos de investimentos (CVM, 2016, p. 9).

As medidas propostas são resultado de contribuições de associações – como a Associação Brasileira de *Equity Crowdfunding*, a Anjos do Brasil, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a CFA Society Brazil, de escritórios de advocacia, da BM&F Bovespa e de pessoas físicas. A análise sobre os comentários encaminhados à CVM serviu de subsídio para a publicação do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n. 06/2016. No relatório, foram pontuados os comentários encaminhados pelas entidades e as justificativas adotadas pela CVM para redigir a minuta de instrução (BRASIL, CVM, 2016).

Em face da minuta que acompanhou o Edital da Audiência Pública SDM n. 06/2016, restou claro o entendimento da CVM de que as ofertas até então realizadas por meio das plataformas eram de valores mobiliários e de que, portanto, a atividade deveria ser objeto de regulação. Como demonstrado, o entendimento se funda na relativa correspondência¹⁴⁹ entre os contratos veiculados por meio das plataformas e os *contratos de investimento coletivo* previstos no rol de valores mobiliários – art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Os termos propostos na minuta de instrução serviram de base para a elaboração

¹⁴⁹ Diz-se relativa correspondência porque, tecnicamente, os contratos veiculados por meio das plataformas representem *per se*, em determinadas situações, os valores mobiliários propriamente ditos. Em outras, todavia, perfazem relações jurídicas subjacentes (causas jurídicas) da emissão de valores mobiliários, conforme descrito no presente capítulo.

e publicação da IN CVM n. 588/2017 (BRASIL, CVM, 2017). A emissão e a distribuição pública de valores mobiliários por intermédio das plataformas são, desde então, objeto de regulação específica.

3.2 A captação coletiva de recursos mediante a emissão de valor mobiliário após a IN CVM n. 588/2017

No dia 13 de julho 2017, foi publicada a IN CVM n. 588/2017, responsável por “regular 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” (cf. art. 1º). A autarquia considerou que a segurança jurídica trazida pela publicação de instrução normativa específica favorecerá o desenvolvimento de novos negócios no país, bem como permitirá a captação de recursos de modo ágil, simplificado e de amplo alcance por meio da internet (CVM, 2017)

Na regulação proposta, o órgão regulador manifestou o entendimento de que as atividades conduzidas por meio das plataformas disponíveis no Brasil consubstanciam oferta pública de *contratos de investimento coletivo* – art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) – de que as sociedades empresárias responsáveis pela disponibilização das plataformas fazem parte do *Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários* – art. 15 da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a). Nesse sentido, tem-se legítima a sua intervenção para garantir o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e a proteção de investidores.

A instrução normativa reformula o sistema de dispensas de registro de oferta pública de valores mobiliários e de emissores até então vigente. Recorde-se que, nos termos do art. 5º, inciso III, da IN CVM 400/2003 (BRASIL, CVM, 2003) e do art. 7º, inciso IV e V, da IN CVM 480/2009 (BRASIL, CVM, 2009), estavam dispensados de registro tanto as ofertas quanto os emissores enquadrados como ME ou EPP que as realizavam. A IN CVM 588/2017 revogou esses dispositivos e as ofertas que aproveitam de dispensas de registro automáticas devem observar as prescrições da nova regulação.

A possibilidade de aproveitamento de dispensas automáticas de registro de oferta e emissor é contraposta à necessidade de que a operação seja conduzida por intermédio de “plataforma de investimento coletivo” (“plataforma”). A centralidade da

plataforma para a distribuição de valor mobiliário por intermédio da internet não foi aleatória. A CVM determinou que o titular da plataforma deverá se submeter a processo de autorização de funcionamento junto à CVM e será responsável por fiscalizar a observância da IN CVM 588/2017 por investidores e empreendedores. Ficou clara a intenção de a autarquia coordenar a atividade a ser regulada a partir da imposição de regras sobre as titulares das plataformas (e não, primordialmente, sobre investidores e empreendedores).

Com a IN CVM 588/2017, o órgão regulador espera ampliar e aperfeiçoar a qualidade dos instrumentos jurídicos de captação de recursos por sociedades empresárias em estágio inicial de desenvolvimento e com dificuldades de acesso ao crédito no mercado. Assume-se que a regulação proposta contribuirá para o desenvolvimento e a expansão do mercado de valores mobiliários brasileiro, assim como para a geração de novos negócios e empregos.

Em termos conceituais, verificou-se, na IN CVM 588/2017, que as expressões *investment based crowdfunding* (que envolveria a distribuição de valores mobiliários em geral) e *equity crowdfunding* (que abrangeria, mais especificamente, a distribuição de títulos de participação societária) devem ser concebidas de forma indistinta. Não obstante isso, optou-se por veicular a expressão “*crowdfunding* de investimento” para abrangê-las e para dar significado aos “casos em que uma ideia, projeto ou negócio é apresentado por meio de um portal na internet como uma oportunidade de investimento que gere direito de participação, parceria ou de remuneração” (CVM, 2017).

A despeito da decisão do legislador de se valer da expressão “*crowdfunding* de investimento” para delimitar a matéria regulada, entende-se, neste trabalho, que o *equity crowdfunding* restringe-se à circulação de valores mobiliários representativos de participação societária e denota atividades e práticas que não se subsumam plenamente à definição legal. Ressalte-se que o “*crowdfunding* de investimento” compreende atividade cujos entornos são precisamente definidos na IN CVM 588/2017, ao passo que o *equity crowdfunding*, conquanto restrito a operações que envolvem títulos representativos do capital social da sociedade investida, abrange usos e práticas verificados nas plataformas analisadas no primeiro capítulo.

Por essa razão, optou-se, no presente trabalho, por não tratar “*crowdfunding* de investimento” e *equity crowdfunding* da mesma forma. Ao primeiro, confere-se análise sobre o tratamento legal dispensado pela IN CVM 588/2017, ao segundo

abrangem-se e práticas de captação coletiva de recursos conduzidas até recentemente por meio das plataformas.

Para bem compreender os contornos da nova regulação proposta pelo órgão regulador, propõe-se síntese descritiva das disposições da IN CVM n. 588/2017 e síntese analítica acerca de alguns pontos que ensejam reflexão.

3.2.1 Síntese descritiva

A síntese descritiva das disposições da IN CVM n. 588/2017 apresenta um diagnóstico sobre a nova instrução normativa. São expostos os principais pontos e dispositivos normativos, reservando-se algumas análises pontuais a esclarecer o propósito regulatório adotado pela CVM para intervir no segmento.

Para que a descrição possa dialogar com a metodologia de exposição adotada no capítulo 2, a IN CVM n. 588/2017 é descrita em termos da regulação imposta sobre a atividade (material), sobre os sujeitos partícipes da relação de investimento (pessoal) e sobre a forma pela qual essa atividade deve ser conduzida (formal).

Não se pretende expor ou transcrever todos os dispositivos normativos, mas tão somente relevar os principais aspectos da instrução normativa, de forma que se possa compreender em que termos as captações coletivas de recursos que se baseiem na emissão de valor mobiliário por meio de sítio eletrônico deverão ser realizadas a partir de agora.

3.2.1.1 A regulação sobre a atividade (material): oferta pública de distribuição de valores mobiliários com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo

Nos termos do art. 1º da IN CVM n. 588/2017, a instrução normativa destina-se a regular 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” (art. 1º).

Pela redação do referido dispositivo normativo, verifica-se sua incidência sobre três tipos de atividades: a) a de emissão pública de valores mobiliários por meio de plataforma conectada à rede mundial de computadores; b) a de intermediação de emissão pública de valores mobiliários por meio de plataforma conectada à rede

mundial de computadores; c) a de investimento em valores mobiliários emitidos por meio de plataforma conectada à rede mundial de computadores, a qual pode ser realizada individualmente ou em conjunto com outros investidores por meio dos sindicatos (conforme art. 2º, inciso V).

Importante registrar, no entanto, que, apesar de regular essas três atividades, a CVM dirigiu maior ênfase regulatória a apenas uma delas, impondo controle de *entrada, permanência e saída* dos agentes que a praticarem: as titulares de plataformas autorizadas a atuar na intermediação de emissão pública de valores mobiliários via rede mundial de computadores.

Frise-se, portanto, que, embora as três atividades acima descritas estejam inseridas no âmbito da competência da CVM e, em termos materiais, sejam as atividades visadas pela autarquia para materializar sua intervenção, o maior número de requisitos e condições foi atribuído às titulares das plataformas que realizam a intermediação da emissão de valores mobiliários via rede mundial de computadores.

A fim de delimitar a extensão das atividades reguladas, a autarquia esclarece que a instrução normativa não abrange a atividade de empréstimos concedidos a pessoas físicas ou jurídicas, por meio da internet, que não envolve a emissão de valores mobiliários (art. 1º, § 2º) – como no caso *Fairplace*, citado neste trabalho (ver nota 24). Em complemento, não se considera como oferta pública de valor mobiliário a captação de recursos que envolver doações ou operações cujo retorno do investimento seja realizado por meio da entrega de bens (recompensas) e serviços (art. 2º, § 1º). Uma vez mais, a definição da competência da CVM com base em atividades e operações que envolvam valores mobiliários é assinalada na instrução normativa.

A ênfase dada pela IN CVM n. 588/2017 aos valores mobiliários demonstra, ainda, que o “*crowdfunding* de investimento” admite a veiculação não somente de títulos representativos de participação societária sobre a sociedade investida, mas dos demais títulos e valores mobiliários previstos no art. 2º da Lei n. 6.385/1976. É de se notar, a partir dos estudos conduzidos sobre o funcionamento das plataformas em operação no Brasil, que o “*crowdfunding* de investimento”, definido pela IN CVM n. 588/2017, amplia o rol de instrumentos de captação possivelmente utilizados por sociedades empresárias.

Ressalte-se, porém, que, até o presente momento, apenas se identificou a utilização de títulos representativos de participação societária e, ainda, títulos híbridos, assim entendidos aqueles cujo crédito de dívida pode ser convertido em crédito

decorrente de participação societária. Não obstante isso, a redação proposta pelo legislador permite que empreendedores possam se valer de outros instrumentos de captação para desenvolvimento de suas atividades.

Para se qualificar como atividade regulada, sob os auspícios da instrução normativa em exame, as operações devem ser necessariamente conduzidas por meio de “plataforma eletrônica de investimento coletivo” (art. 11). Como intermediário da operação de investimento, o titular da plataforma participa das atividades reguladas pela IN CVM n. 588/2017, sendo o “responsável autorizado” para, profissionalmente, realizar a distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte por meio de sua página na internet. Em termos claros, não há “*crowdfunding* de investimento” ou atividade regulada pela IN CVM n. 588/2017 sem a intermediação dos titulares das plataformas eletrônicas de investimento coletivo.

Além disso, a prática do “*crowdfunding* de investimento” e da atividade de intermediação especificamente realizada pela titular da plataforma admite o agrupamento de investidores, representados por “investidor-líder”, para a promoção de investimentos integrados. A esse agrupamento, convencionou-se denominar “sindicato de investimento participativo” (art. 32).

A exposição denota que o “*crowdfunding* de investimento” é composto, basicamente, por três sujeitos: (i) sociedade empresária de pequeno porte (definida nos termos da IN CVM n. 588/2017), responsável por promover a captação e a emissão dos títulos; (ii) titular da plataforma eletrônica de investimento participativo, responsável por intermediar e distribuir as ofertas públicas de valores mobiliários emitidos pelas sociedades empresárias de pequeno porte; e (iii) o investidor, a quem cabe destinar recursos financeiros excedentes em troca da emissão de título que materialize direito de crédito em face da sociedade investida. Eventualmente, pode-se contar com a participação dos sindicatos de investimento.

Definidos os contornos gerais das atividades reguladas pela IN CVM n. 588/2017, devem ser pontuados os parâmetros condicionadores do seu exercício. Somente se aproveitará de dispensa automática de registro as ofertas públicas que atenderem aos seguintes requisitos (art. 3º):

- Oferta emitida por sociedade empresária de pequeno porte, definida no art. 2º, inciso III;

- Valor de captação inferior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais);
- Prazo de captação inferior a 180 (cento e oitenta) dias, a serem definidos antes do início da oferta;
- Garantia atribuída em favor do investidor de período de desistência do investimento de, no mínimo, 07 (sete) dias contados da confirmação do investimento;
- Compromisso de que os valores captados não serão utilizados para fins de:
 - a) fusão, incorporação e aquisição de participação em outras sociedades;
 - b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades;
 - c) concessão de crédito a outras sociedades;
- Carência de 120 (cento e vinte) dias entre a realização de 02 (duas) ofertas públicas de valor mobiliário com dispensa de registro, contado da data de encerramento da oferta que tiver logrado êxito.

Observa-se que, a despeito do funcionamento verificado em plataformas atualmente disponíveis no Brasil, as ofertas que materializam o “*crowdfunding* de investimento” devem ser realizadas, necessariamente, pelas sociedades empresárias de pequeno porte, não se admitindo a participação do titular da plataforma nesse sentido. Modificando a estrutura regulatória originária, a IN CVM n. 588/2017 confirmou o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) como limite para as captações de recursos via plataforma. Entende-se que o aumento do patamar anteriormente permitido reflete a intenção de projetar captações mais vultosas, mas também a pretensão de restringir eventuais perdas e prejuízos a valor definido.

Note-se, ainda, que os valores recebidos a título de investimento devem ser incorporados na atividade empresarial. Atividades incidentais, como concessão de crédito e realização de operações de reorganização societária, não podem justificar a captação de parcela qualquer dos investimentos feitos. Entende-se que a CVM buscou proteger investidores que, possivelmente, não terão condições para monitorar o destino dos recursos investidos, bem como evitar desvio de finalidade por parte das sociedades empresárias investidas.

Em suma, sem a observância desses parâmetros, as ofertas públicas não poderão se aproveitar de dispensa automática de registro, tampouco serão reguladas pela IN CVM n. 588/2017.

3.2.1.2 A regulação sobre os sujeitos (pessoal): titular de plataforma eletrônica de investimento participativo, sociedade de pequeno porte, investidor e sindicato de investidor

A IN CVM n. 588/2017 traz definições específicas dos sujeitos que participam do “*crowdfunding de investimento*” e impõe deveres a serem observados visando, simultaneamente, estimular a prática da atividade e proteger aqueles que investem seus recursos. São definidos, como sujeitos partícipes do “*crowdfunding de investimento*”, as sociedades empresárias de pequeno porte, as titulares das plataformas e os investidores (ademais da eventual participação de sindicatos de investimento e do investidor-líder), nos seguintes termos:

Plataforma eletrônica de investimento participativo: pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores (art. 2º, inciso II);

Sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM (art. 2º, inciso III);

Sindicato de investimento participativo: grupo de investidores vinculados a um investidor líder e reunido com a finalidade de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte, sendo facultativa a constituição de um veículo de investimento para participar das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução;

Investidor-líder: pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º, e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo.

É possível notar que a regulação imposta sobre sociedades empresárias e investidores (incluindo os sindicatos e o investidor-líder) se justifica, em essência, pelo fato de fazerem parte de atividade regulada pela CVM. Por outro lado, a regulação sobre as titulares da plataforma se pauta na concepção de que constituem intermediários registrados na autarquia com autorização para exercerem profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valor mobiliário; em outras palavras, regula-se por fazerem parte do Sistema de Distribuição de Valor Mobiliário. Porque pertencem ao referido sistema, regulado pelo art. 15 da Lei n. 6.385/1976, a atuação dos titulares das plataformas carece de autorização específica da CVM.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Nos termos do art. 49 da IN CVM n. 588/2017, os titulares das plataformas que já tenham realizado ao menos uma oferta pública de valores mobiliários dispensada de registro nos termos do art. 5º,

O texto da norma faz referência à pessoa jurídica, de certo espécie de direito privado (art. 44, Código Civil de 2002), que desenvolverá atividade econômica empresária. Com base em exegese congruente com o Direito Empresarial, arrisca-se a inferir que tanto poderá se tratar de uma sociedade empresária – arts. 982, 981, 966 e inciso II do art. 44, Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002) – quanto de uma empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI) arts. 980-A, 966 e inciso VI, do 44, Código Civil de 2002 (BRASIL, 2002).

Assim, a pessoa jurídica de direito privado do tipo sociedade empresária ou EIRELI que pretenda disponibilizar plataforma e intermediar a distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários deve comprovar a observância dos seguintes requisitos (art. 12, § 1º):

- Dispor de capital social integralizado mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);
- Dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados e passíveis de verificação para:
 - a) efetuar a identificação do investidor e da sua qualificação, nos termos do art. 4o, incluindo a guarda das declarações dos investidores;
 - b) efetuar o registro da participação do investidor na oferta nos termos do art. 19, III;
 - c) obter e garantir a guarda do termo de ciência de risco firmado pelo investidor nos termos do art. 19, IV;
 - d) operar os fóruns eletrônicos de discussão exigidos pelo art. 19, VI, com a respectiva identificação de remetente e guarda de todas as mensagens;
 - e) divulgar as informações aos investidores requeridas pela IN CVM n. 588/2017;
 - f) atender reclamações dos investidores, nos termos do art. 19, XI; e
 - g) assegurar que os investimentos realizados por meio da plataforma sejam efetuados de forma segregada, de modo que não se comuniquem com o patrimônio:
 1. da plataforma; 2. de seus sócios, administradores e pessoas ligadas, 3. de empresas controladas pela plataforma ou por seus sócios, administradores e pessoas ligadas; 4. do investidor líder; 5. dos sócios, administradores e pessoas vinculadas ao investidor líder, se este for pessoa jurídica; 6. de empresas controladas pelo investidor líder ou por seus sócios, administradores e pessoas vinculadas, se este for pessoa jurídica; e 7. da sociedade empresária de pequeno porte até o encerramento da oferta que alcance o valor alvo mínimo de captação;
- Elaborar um código de conduta aplicável aos seus sócios, administradores e funcionários (BRASIL, CVM, 2017)

inciso III, da IN CVM n. 400/2003, até a data da publicação desta Instrução, têm 120 dias para solicitar a autorização de funcionamento perante a autarquia. O art. 50 da instrução ainda admite que esses titulares de plataformas conduzam novas ofertas de valores mobiliários até completarem o processo de obtenção de registro, desde que as novas ofertas sejam realizadas em conformidade com a nova regulação. Por outro lado, as ofertas em curso podem transcorrer nos termos em que foram inicialmente apresentadas aos investidores.

Os requisitos acima previstos demonstram que a CVM somente autorizará o registro de titulares de plataformas que apresentam aptidão técnica para o adequado desenvolvimento da atividade de intermediação por meio de sítio eletrônico e aptidão financeira mínima para lastrear as operações e suportar eventuais prejuízos.

O registro das titulares das plataformas também deve ser acompanhado de diligências a serem cumpridas pelas pessoas físicas que as administram. Na IN CVM n. 588/2017, exige-se que os administradores das titulares das plataformas sejam domiciliados no Brasil, tenham reputação ilibada e não estejam inabilitados ou suspensos para o exercício de cargo em instituições financeiras, tampouco tenham sido condenados por crimes falimentares, de prevaricação, de suborno, de concussão, de peculato ou lavagem de dinheiro (art. 12, § 2º).

Após a formalização do registro perante a CVM, as titulares das plataformas poderão desenvolver suas atividades e disponibilizar o sítio eletrônico na rede mundial de computadores. O regular desenvolvimento da atividade de intermediação da distribuição de oferta pública de valor mobiliário pela página eletrônica deve observar deveres específicos, previstos na IN CVM n. 588/2017 (art. 19):

- I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:
- a) a sociedade empresária de pequeno porte seja sociedade regularmente constituída e atenda aos requisitos desta Instrução;
 - b) as informações prestadas pela sociedade empresária de pequeno porte sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;
 - c) a emissão do valor mobiliário esteja de acordo com o tipo societário da sociedade empresária de pequeno porte conforme as leis e regulamentações vigentes;
 - d) o contrato ou a escritura garanta aos investidores o direito de conversão, conforme manifestação do investidor, dos valores mobiliários em participação na sociedade empresária de pequeno porte até o seu vencimento, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis;
 - e) o contrato ou a escritura garanta a proibição de resgate antecipado sem anuência do credor, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis;
 - f) o contrato ou a escritura garanta aos investidores o direito de alienação conjunta, nos mesmos termos e a igual preço àqueles oferecidos aos controladores das ações, instrumentos ou quotas resultantes da conversão dos valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução, na hipótese de ser formulada oferta vinculante aos controladores para alienar, direta ou indiretamente, o controle da sociedade empresária de pequeno porte;
 - g) quando aplicável, as informações prestadas pelo investidor líder sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;
 - h) na hipótese do investidor líder alienar, no todo ou em parte, seu investimento na sociedade empresária de pequeno porte, exista estipulação contratual que garanta o direito dos demais investidores apoiadores do

- sindicato de alienação conjunta dos valores mobiliários, nos mesmos termos e por igual preço àqueles oferecidos ao líder;
- i) o investidor receba o valor mobiliário subscrito, na hipótese das ofertas em que o valor alvo mínimo de captação venha a ser atingido;
- III – manter registros da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas
- IV – obter do investidor, previamente à confirmação do investimento, a assinatura de termo de ciência de risco, declarando que teve acesso às informações essenciais da oferta pública, em especial aos alertas de risco
- V – caso constatem qualquer fato ou irregularidade que venha a justificar a suspensão ou cancelamento da oferta, suspender a distribuição e comunicar imediatamente a CVM;
- VI – manter um fórum eletrônico de discussão para cada oferta
- VIII – supervisionar a atuação dos investidores líderes no seu ambiente eletrônico
- IX – dispor de organização administrativa e recursos humanos suficientes para a adequada prestação de seus serviços;
- X – assegurar que as taxas de desempenho que venham a ser cobradas pela plataforma ou pelo investidor líder sejam calculadas com base em percentual simples do ganho de capital bruto do investidor;
- XI – manter serviço de atendimento ao investidor.

A análise sobre as atribuições e os deveres atribuídos às titulares das plataformas revela que o legislador dispensou-lhes importante papel na fiscalização dos limites previstos pela IN CVM n.588/2017. São as titulares das plataformas responsáveis diretas por garantir que as operações realizadas por meio de sua página eletrônica sejam consonantes com a legislação, que as declarações prestadas por sociedades empresárias captadoras e investidores sejam consistentes com os limites que lhes foram impostos, que os contratos veiculados adotem cláusulas de governança que preservem a posição do investidor (caso da cláusula de venda conjunta), que os partícipes sejam cientificados sobre os riscos envolvidos nas operações e que o investidor receba o valor mobiliário subscrito no título recebido.

Não é exagero dizer que o ônus regulatório imposto à CVM é por ela compartilhado com as titulares das plataformas. Pode-se afirmar que não pode haver “*crowdfunding* de investimento” sem a intermediação dos titulares das plataformas; e, igualmente, que não há regular desenvolvimento do “*crowdfunding* de investimento” sem a intervenção dos titulares das plataformas. Corroborando a constatação, a CVM impõe que os titulares das plataformas encaminhem regularmente à autarquia documentos referentes à oferta pública que será distribuída e aos resultados efetivamente obtidos em termos de investimentos (art. 27).

À função de fiscalização e coordenação do “*crowdfunding* de investimento” soma-se o encargo educativo ou orientativo. As titulares das plataformas devem destinar página própria na internet, em língua portuguesa, contendo as informações

sobre as ofertas públicas de valores mobiliários (art. 8º). A IN CVM n. 588/2017 ainda disponibiliza, por meio do Anexo n. 8, o formato como essas informações devem ser disponibilizadas pela plataforma. Deve-se disponibilizar material didático dirigido àqueles que intendam participar do “*crowdfunding* de investimento”, contendo informações relativas aos procedimentos da oferta, às restrições de investimento individuais sobre investidores e sociedades captadoras, ao risco e à falta de liquidez do investimento, à ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis aos investidores e ao fato de que os valores mobiliários não serão guardados por instituição custodiante (art. 25).

Cabe à titular da plataforma, ainda, apresentar os documentos jurídicos que devem acompanhar e fundamentar as ofertas públicas, a saber: (i) contrato ou estatuto social da sociedade empresária de pequeno porte; (ii) cópia da escritura de debêntures ou do contrato de investimento que represente o valor mobiliário ofertado; e (iii) cópia do regulamento, contrato ou estatuto social do veículo de investimento que constitui o sindicato de investimento participativo, se houver (art. 8º, § 2º).

A regulação sobre as titulares das plataformas finda pela discriminação de vedações na condução de suas atividades. Nos termos do art. 28 da IN CVM n. 588/2017, as titulares das plataformas, seus sócios, administradores e funcionários devem se abster de:

- I – realizar a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fora do ambiente eletrônico da plataforma;
- II – realizar negociação em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público;
- III – realizar a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução por meio de contato telefônico;
- IV – utilizar material publicitário para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma;
- V – prometer rendimento predeterminado aos investidores;
- VI – fazer gestão discricionária dos recursos de investidores;
- VII – fazer recomendações personalizadas aos investidores sobre as ofertas públicas realizadas com dispensa de registro;
- VIII – receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira;
- IX – realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários;
- X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários;
- XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores;
- XII – conceder crédito a investidores ou sociedade emissora de pequeno porte;

XVII – deter, anteriormente à oferta, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis, participação superior a 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública.

Pode-se antever que a CVM restringe a possibilidade de que as titulares das plataformas pratiquem atividades em outros ambientes além da página eletrônica utilizada para interação entre investidores e sociedades empresárias captadoras. A intermediação deve-se restringir ao arranjo instrumental oferecido na página eletrônica, permitindo-se apenas a divulgação da mera existência de ofertas públicas fora deste ambiente.

Limita-se, ainda, a possibilidade de que façam recomendações ou análises sobre o mérito do investimento. A fim de que os titulares das plataformas não sejam equiparados a consultores e analistas de investimentos, especificamente regulados pela IN CVM n. 483/2010 (BRASIL, CM, 2010), é vedada a promessa de retornos financeiros e a gestão de recursos de investidores. Isso é de tal forma relevante que a CVM restringiu a possibilidade de os titulares das plataformas receberem depósitos de qualquer natureza dos investidores ou de realizarem atividades típicas de instituições financeiras.

Finalmente, a IN CVM n. 588/2017 estipula que a titular da plataforma não poderá deter participação (direta ou por meio de títulos conversíveis) superior a 20% sobre o capital da sociedade investida anteriormente à oferta. É nítida a pretensão de preservar a mera condição de intermediário dos titulares das plataformas e de reduzir a possibilidade de existência de conflito de interesse em face de outros potenciais investidores.

A IN CVM n. 588/2017, igualmente, regula a atuação das sociedades empresárias de pequeno porte. A própria definição trazida pela instrução normativa se pauta por balizas que indicam quais sujeitos podem ser admitidos como sociedades empresárias de pequeno porte. Para tanto, deve-se tratar de sociedade registrada de acordo com a legislação brasileira, com receita bruta anual inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que não seja registrada como emissor de valor mobiliário na CVM. Tratando-se de sociedade empresária controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, a receita bruta consolidada do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder o referido limite.

É importante ressaltar que o conceito de sociedade empresária de pequeno porte, aplicável ao “*crowdfunding* de investimento” e estruturado de acordo com as finalidades da IN CVM n. 588/2017, não se confunde com o enquadramento de sociedades empresárias como ME ou EPP, cujo parâmetro foi recentemente alterado pela Lei Complementar n. 155/2016.

A criação da categoria “sociedade empresária de pequeno porte” destinou-se a delimitar os sujeitos que podem promover captação coletiva de recursos por meio do “*crowdfunding* de investimento”. Para tanto, a CVM visou atingir público de sociedades cujo faturamento é inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), independentemente do veículo societário utilizado (incluindo sociedade anônima). Por outro lado, a Lei Complementar n. 155/2016 permitiu que sociedades cujo faturamento seja inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais) possam ser enquadradas como EPP, mas manteve a restrição do enquadramento para as sociedades anônimas, prevista pela Lei Complementar n. 123/2006. Observa-se, por conseguinte, que a IN CVM n. 588/2017 oferece alternativa de captação de recursos a público mais amplo que aquele atingido pela Lei Complementar.

O estabelecimento de limite de receita bruta anual para qualificação dos sujeitos aptos a captar recursos por meio do “*crowdfunding* de investimento” evidencia a proposta regulatória de oferecer novas alternativas de captação de recursos a sociedades empresárias de menor porte. Este é, em substância, o público atingido pela IN CVM n. 588/2017. Em geral, esse público era tradicionalmente atendido pelo mercado de crédito bancário, tendo de conviver com taxas de juros elevadas que, por vezes, inviabilizava a tomada de crédito. Por esse motivo, o direcionamento do “*crowdfunding* de investimento” para sociedades empresárias de menor porte demonstra a intenção de aproximar o mercado de valores mobiliários de um novo público, carente de alternativas de captação.

Embora dispensadas de registros específicos perante o órgão regulador, as sociedades habilitadas a captar recursos pelo “*crowdfunding* de investimento” são suscetíveis de serem diretamente responsabilizadas pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas para a oferta pública (art. 10). A esses sujeitos recai, especificamente, o dever de notificar a titular da plataforma acerca da eventual ocorrência do encerramento de suas atividades; da alteração no plano de negócios originalmente divulgado na oferta; e de fatos que repercutam sobre o pagamento ou vencimento antecipado dos créditos de investidores (art. 20).

Por fim, a atuação de investidores, donde se incluem os sindicatos, está sujeita a regramentos específicos previstos na IN CVM n. 588/2017. O órgão regulador estabeleceu o limite anual de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) para aplicação via “*crowdfunding* de investimento”. Escapam a essa restrição o investidor-líder – definido nos termos da instrução normativa em exame –, o investidor qualificado – definido pela IN CVM n. 554/2014 (BRASIL, CVM, 2014) – e, ainda, os investidores cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento pode ser ampliado para até 10% do maior desses dois valores por ano-calendário (art. 4º).

Os investidores são compelidos a firmar termo de adesão e ciência de risco junto à titular da plataforma (art. 5º). Como o “*crowdfunding* de investimento” admite a participação indiscriminada e o acesso a ofertas públicas automaticamente dispensadas de registro, os riscos envolvidos devem ser claramente reportados àqueles que decidem transferir seus recursos excedentes. Afinal, tem-se à vista empreendimentos incipientes e empresários, por vezes, desprovidos de experiência na condução de atividades empresariais.

Caso os investidores, após análise sobre as ofertas públicas disponíveis, decidam promover investimento por meio da plataforma, devem formalizar o aporte por meio de contrato, mediante o qual prometem transferir os recursos a serem investidos em favor da sociedade empresária de pequeno porte caso a meta de captação originalmente estabelecida seja atingida (art. 5º). Caso a referida meta não seja atingida, não haverá transferência de recursos. Reitere-se que os montantes eventualmente transferidos não podem transitar por contas correntes mantidas em nome da titular da plataforma ou do investidor-líder do sindicato, quando aplicável.

Como visto, os investidores podem se agrupar em “sindicatos de investimento participativo” para participar do “*crowdfunding* de investimento”. Os sindicatos são representados por investidor líder, a quem competirá representar os interesses dos demais investidores e servir de interlocutor perante a sociedade empresária investida e o titular da plataforma (art. 32). Ainda que se opte pelo agrupamento de investidores, a IN CVM n. 588/2017 considera cada investidor como se estivesse atuando individualmente por meio da plataforma (art. 2º, § 6º).

O sindicato poderá constituir veículo empresarial específico para participar do “*crowdfunding* de investimento”, desde que sejam observadas as seguintes condições (art. 33):

- Cada veículo fique restrito à participação em apenas uma oferta pública de valores mobiliários;
- O veículo não exponha os investidores apoiadores a riscos adicionais aos que estes incorreriam quando investindo individualmente na mesma oferta;
- O veículo não sujeite os investidores apoiadores a risco de crédito diferente daquele da sociedade empresária de pequeno porte emissora dos valores mobiliários ofertados publicamente;
- Seja garantido tratamento equitativo a todos os investidores apoiadores que aderiram ao veículo;
- O veículo possua regras de governança adequadas que permitam a participação dos investidores apoiadores na hipótese de necessidade de deliberações referentes à sociedade empresária.

Nota-se a preocupação da CVM quanto à participação de sindicatos de investimento participativo no “*crowdfunding* de investimento”. Com a definição desse tipo de agente e a descrição dos limites impostos à sua atuação, buscou-se distinguir essa figura dos fundos de investimento e, ainda, afastar o enquadramento do investidor-líder como gestor desses fundos.

Rememore-se que a IN CVM n. 588/2017 define os sindicatos como grupo de investidores vinculados a um investidor líder e reunido com a finalidade de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte e o investidor líder como pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento e autorizada a liderar sindicato. As definições desses sujeitos afastam-se daquelas atribuídas aos fundos de investimento, entendidos, nos termos do art. 2º da IN CVM n. 409/2004, como comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio destinado a aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais.

Diferentemente dos fundos de investimento, os sindicatos não são admitidos como reunião de recursos financeiros a ser gerido por terceiro. Na realidade, materializa conjunto de investidores que se organizam para investir recursos em empreendimento particular (única oferta), sendo inconcebível tratar o gestor dos fundos, que visa aplicar os recursos de terceiros disponíveis nos projetos que lhe garantirem maior retorno, como investidor líder. Este último atua como interlocutor entre o sindicato e a sociedade empresária de pequeno porte, oferecendo conhecimento, experiência e rede de relacionamento para aumentar a possibilidade de êxito do empreendimento (art. 35).

A distinção fica ainda mais clara quando se observa que o investidor líder é obrigado a investir, assim como os demais investidores do sindicato, na sociedade

empresária de pequeno porte investida. Não se trata de terceiro que, mediante mandato, é habilitado a gerir patrimônio. O investidor líder é, em primeira análise, investidor da sociedade empresária investida, havendo de ser tratado da mesma forma que os demais investidores do sindicato. A fim de preservar essa situação, a CVM determina que ao investidor líder e àqueles que compõem o sindicato deve ser destinado tratamento equitativo (art. 33).

Especificamente em relação ao investidor líder, a IN CVM n. 588/2017 somente admite sua qualificação a pessoas físicas que não estejam inabilitadas ou suspensas para o exercício de cargo em instituições financeiras, tampouco tenham sido condenados por crimes falimentares, de prevaricação, de suborno, de concussão, de peculato ou lavagem de dinheiro. Determina, ainda, que não lhe é permitido deter, anteriormente à oferta pública, participação superior a 20% do capital social da sociedade investida, mas que lhe é devido investir recursos próprios em pelo menos 5% do valor mínimo objetivado na captação visada (art. 36).

As exigências específicas ao investidor líder são indicativas da tentativa de restringir o possível conflito de interesse junto aos demais investidores do sindicato. Para que o investidor líder não tenha a possibilidade de sugerir ao sindicato a realização de investimentos sobre negócios nos quais detenha razoável participação (ou, até mesmo, o controle), limita-se a 20% a participação que pode deter sobre empreendimentos antes da realização da oferta. Lado outro, visando evitar situações em que o investidor líder possa se colocar como mero analista de investimentos, é-lhe imposto o dever de promover investimento mínimo de 5% sobre a sociedade investida pelo sindicato.

Em última análise, cabe ao investidor líder apresentar tese de investimento pessoal, expondo, de forma fundamentada, as justificativas para a escolha de determinada oferta. É essa tese de investimento que será apreciada pelos demais investidores que compõem o sindicato. Faculta-lhe, contudo, participar da gestão da sociedade investida, mediante o compartilhamento de conhecimento e experiência de mercado (art. 35).

3.2.1.3 A regulação sobre a forma (formal): plataforma eletrônica de investimento participativo

As atividades reguladas pela IN CVM n. 588/2017 envolvem forma particular. Não há que se falar em “*crowdfunding* de investimento” sem a necessária participação de sujeito específico e a utilização de instrumentos predeterminados. Nesse sentido, o art. 11 prediz que as ofertas públicas que se aproveitam de dispensa de registro devem ser realizadas exclusivamente “no ambiente eletrônico da plataforma”.

Essa afirmação permite fazer duas constatações. A primeira delas se refere à necessária intermediação do titular da plataforma para a prática do “*crowdfunding* de investimento”. A necessidade de presença de intermediário faz parte do projeto regulatório proposto pela CVM com base na instrução normativa. Como visto no tópico anterior, os titulares das plataformas desempenham papel fundamental na fiscalização dos limites impostos pela IN CVM n. 588/2017.

A segunda diz respeito ao fato de que as atividades reguladas, bem como a interação entre os agentes partícipes, devem ser conduzidas por meio do sítio eletrônico da plataforma. Ademais da presença do sujeito em si, o órgão regulador qualifica as atividades reguladas pela IN CVM n. 588/2017 mediante a determinação do arranjo instrumental por meio dos quais devem ser realizadas. Nesse sentido, a prática do “*crowdfunding* de investimento” depende da disponibilização de sítio eletrônico na rede mundial de computadores.

Deve-se esclarecer que, conquanto o “*crowdfunding* de investimento” deva, necessariamente, ser praticado por meio das plataformas, a divulgação das ofertas pode ser realizada por outros meios além do sítio eletrônico em si. Admite-se que a sociedade empresária de pequeno porte e o investidor líder divulguem as ofertas públicas de valores mobiliários por meio de sua página pessoal e mídias sociais (art. 11, § 1º), desde que não seja veiculado material publicitário relativo à oferta e que as informações disponibilizadas se restrinjam a alertar sobre a existência da oferta, direcionando os eventuais investidores para a página da plataforma.

Admite-se, ainda, que os sujeitos partícipes do “*crowdfunding* de investimento” (sociedade empresária de pequeno porte, titular da plataforma e investidores/sindicato) possam promover a divulgação das ofertas de investimento por meio de encontros e eventos, desde que observadas as seguintes condicionantes (art. 11, § 2º):

- As informações transmitidas sejam consistentes com as informações da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma;
- Não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da

- oferta;
- Todas as comunicações sejam gravadas e passíveis de verificação e supervisão por parte da CVM; e
- Não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma.

Observe-se que as informações eventualmente divulgadas fora do ambiente da plataforma não podem contradizer, tampouco trazer informações adicionais àquelas que constam do sítio eletrônico da plataforma. Essas informações devem ser disponibilizadas de forma equitativa a todo e qualquer potencial destinatário da oferta (art. 18), impondo-se o dever às titulares das plataformas de se absterem de apagar ou remover comentários de usuários sobre os termos da oferta divulgada em fóruns de discussão criados nas próprias plataformas (art. 29).

A centralidade das plataformas para exposição das informações referentes às ofertas públicas de valores mobiliários explica a disposição do legislador de somente autorizar a confirmação do investimento na plataforma eletrônica de investimento participativo. Trata-se do “ambiente” por meio do qual as informações mínimas acerca do empreendimento serão disponibilizadas para amplo acesso dos usuários; desejável e impositiva para essa regulação, portanto, que a operação de investimento seja consumada nas plataformas.

A análise sobre a forma como o “*crowdfunding* de investimento” é realizado – isto é, por meio da intermediação do titular da plataforma e do arranjo instrumental disponibilizado em sua página eletrônica – não invalida a obrigatoriedade de que as ofertas veiculadas a partir das plataformas sejam, em essência, ofertas públicas para fins de sujeição à regulação pela IN CVM n. 588/2017. Afinal, caso não se trate de oferta pública, direcionada à generalidade de potenciais investidores, não haverá, *a priori*, ingerência do órgão regulador.¹⁵¹

Significa dizer que não basta que as ofertas de valores mobiliários sejam veiculadas pela internet para se sujeitarem à regulação da CVM. Pense-se, a esse respeito, a possível existência de sítio eletrônico em que alguns poucos usuários são habilitados a acessá-lo mediante *login* e senha. Nesse caso, em específico, as ofertas de valores mobiliários têm alcance limitado a pessoas determinadas, de forma que não poderiam ser tratadas como ofertas públicas, sujeitas à regulação da autarquia. Na realidade, pode-se dizer que há oferta e negociação de títulos pela internet, mas não se

¹⁵¹ Valem, neste ponto, as mesmas reflexões feitas no tópico 2.2.2.3 sobre a caracterização da oferta pública de valor mobiliário.

pode verificar oferta pública de valor mobiliário, objeto de regulação da IN CVM n. 588/2017.

Nesses termos, entende-se que a IN CVM n. 588/2017 demonstra se valer de forma particular, pautada pela atuação e pelo arranjo instrumental oferecido por intermediário específico, para estruturar a regulação sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos com dispensa de registro por meio da internet.

3.2.2 Síntese analítica

Nesta síntese, analisa-se o mérito da proposta de regulação contida na IN CVM n. 588/2017. Conquanto as reflexões sobre as disposições da instrução normativa sejam ainda muito incipientes, buscou-se delinear as finalidades que orientaram a regulação e as estratégias adotadas pelo legislador para viabilizar a intervenção da CVM no segmento.

A intenção específica neste subtópico não é de esgotar as possíveis reflexões críticas sobre as disposições da IN CVM n. 588/2017, mas tão somente expor alguns pontos que podem auxiliar na discussão, a ser retomada no próximo capítulo, acerca da aptidão da nova instrução normativa para fomentar o mercado de capitais brasileiro sobre bases aceitáveis de mitigação da proteção ao investidor.

3.2.2.1 A proposta de regulação contida na IN CVM n. 588/2017

A regulação proposta pela IN CVM n. 588/2017 se funda em sutil distinção entre a atividade de intermediação que viabiliza a captação pública de recursos e a atividade de captação de recursos propriamente dita. Conquanto a instrução normativa abranja a atividade de captação coletiva de recursos, esse não é o seu foco principal. Em verdade, a IN CVM n. 588/2017 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” (art. 1º).

Note-se que a maior preocupação do órgão regulador reside na possibilidade de realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários com dispensa de registro pela internet e não especificamente na atividade de captação de recursos em si.

Em palavras mais claras, a CVM centra sua intervenção na atividade de intermediação promovida pelos titulares das plataformas e não na captação coletiva de recursos realizada pelos empreendedores. O “*crowdfunding* de investimento” é regulado pela IN CVM n. 588/2017 desde que a captação de recursos seja realizada por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários por meio das plataformas (cf. art. 2º, inciso I).

Essa anotação auxilia na compreensão da forma como foi estruturado o regime de regulação proposto pela CVM na IN 588/2017. Com efeito, é sobre os titulares das plataformas que recaem os deveres de fiscalização da atividade e dos demais sujeitos submetidos à regulação da CVM. De forma ainda mais significativa, o órgão regulador restringiu o exercício de distribuição de oferta pública de valores mobiliários emitidos por sociedades de pequeno porte com dispensa de registro ao ambiente da plataforma (cf. art. 11).

Não é exagero afirmar que a IN CVM n. 588/2017 centra-se na figura das titulares das plataformas, atribuindo-lhes não somente o protagonismo para exercício da atividade regulada, mas também os encargos regulatórios para coordenar a interação entre investidores e sociedades empresárias. Nas palavras de Dov Rawer, superintendente de registro de valores mobiliários (SRE) da CVM, as titulares das “plataformas são os *gatekeepers* e devem garantir que os procedimentos estabelecidos sejam cumpridos. A CVM supervisionará as plataformas” (CVM, 2017)

É natural, nesse sentido, a previsão de que as pessoas jurídicas de direito privado titulares das plataformas (responsáveis pela atividade de intermediação da distribuição pública de valores mobiliários emitidos com dispensa de registro) devem ser previamente registradas na CVM e observar deveres específicos para regularmente atuar no mercado brasileiro. Pode-se dizer que os titulares das plataformas correspondem a verdadeiros “instrumentos” utilizados pela CVM para intervir no mercado de emissão, negociação e distribuição de valores mobiliários por meio da internet.

A ênfase na regulação de atividade conduzida diretamente pelas titulares das plataformas não desabona o fato de que a IN CVM n. 588/2017 igualmente regula a participação de investidores no “*crowdfunding* de investimento” e de sociedades empresárias interessadas na captação coletiva de recursos por meio da internet. Saliente-se, todavia, que a ingerência da CVM somente se fará legítima na medida em

que determinada captação coletiva de recursos tenha o condão de ensejar a emissão e a distribuição de valor mobiliário.

De forma sintética, a IN CVM n. 588/2017 foi estruturada por meio de três estratégias fundamentais. Em primeiro lugar, buscou-se minimizar a amplitude de alguns conceitos apresentando definições fundamentais. A atribuição de significados delimita o interesse regulatório da CVM e as situações sob sua alçada. Dentre as noções mais relevantes trazidas pelo legislador, destacaram-se as definições, já discutidas neste capítulo, sobre “*Crowdfunding* de investimento”, *Plataforma eletrônica de investimento participativo* e *Sociedade empresária de pequeno porte*.

Definidos os conceitos fundamentais para delimitação da matéria a ser regulada, a CVM preocupou-se em determinar a forma de sua intervenção. A segunda estratégia regulatória adotada na IN CVM n. 588/2017 refere-se, conforme discutido, à previsão da necessária intermediação do titular da plataforma para que a atividade regulada seja materializada. Para isso, previu-se a obrigatoriedade de que as situações em que uma ideia é apresentada de forma coletiva aos investidores por meio da internet como oportunidade de investimento sejam objeto de oferta por meio das plataformas. Trata-se do “ambiente privativo” para a realização da atividade regulada (art. 11).

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 IN CVM n. 588/2017 (art. 1º, § 1º).

A terceira estratégia regulatória corresponde ao compartilhamento do ônus regulatório com a sociedade civil (mais especificamente, com as titulares das plataformas). Diferentemente de uma visão liberal ou social, a CVM adota uma postura de cooperação com os regulados. Conforme análise feita no segundo capítulo, o Estado se vale dos particulares para intervir sobre o domínio econômico.

No caso em exame, há uma evidente preocupação com a caracterização do papel e dos deveres impostos aos sujeitos que participam, de forma mais geral, do “*crowdfunding* de investimento” e, de forma mais específica, da atividade regulada.

Conquanto se tenha preocupado em delimitar a situação jurídica de sociedades empresárias de pequeno porte e investidores, a CVM se valeu mais propriamente das titulares das plataformas para instrumentalizar a sua fiscalização nesse segmento do mercado de capitais. A leitura da IN CVM n. 588/2017 deixa clara a intenção de que as titulares das plataformas sejam responsáveis, no que lhes é permitido, por conduzir a atividade regulada e garantir que os demais partícipes (sociedades empresárias de pequeno porte, investidores e sindicatos) cumpram as prescrições legais determinadas na instrução normativa.

As estratégias foram articuladas para atenderem finalidades inerentes ao órgão regulador do mercado de capitais. No art. 1º da IN CVM n. 588/2017, declarou-se a intenção de coadunar a intervenção aos valores de proteção dos investidores e de estímulo à captação de recursos por sociedades empresárias de menor porte. Nesse ínterim, a CVM se propõe a garantir a dispensa automática de registro às ofertas e aos emissores de valores mobiliários desde que observados alguns limites e condições. A discussão acerca do mérito da nova regulação proposta cinge-se, portanto, a analisar a suficiência desses limites para implementar os objetivos visados.

Como a regulação proposta é recente, dificulta-se qualquer análise sobre os efeitos absorvidos por mercado, investidores e sociedades empresárias. Por esse motivo, e visando dotar a discussão de base teórica mais sólida para avaliar a aptidão da IN CVM n. 588/2017 para alcançar os objetivos propostos, promoveu-se estudo de legislação estrangeira sobre dois países cujas discussões regulatórias sobre práticas similares ao “*crowdfunding* de investimento” se mostram, em alguns aspectos, mais avançadas que a norma brasileira. Entende-se que o estudo sobre experiências de países onde a matéria já havia sido positivada pode auxiliar na projeção de cenários referentes à implementação desta nova instrução normativa.

Analisadas as experiências internacionais, espera-se reunir informações que permitam avaliar, criticamente, a proposta de regulação contida na IN CVM n. 588/2017, na tentativa de inferir possíveis perspectivas para o “*crowdfunding* de investimento” no mercado de valores mobiliário brasileiro.

4. NOTÍCIA DE ESTUDO ESTRANGEIRO: A REGULAÇÃO DA CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS MEDIANTE A EMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIO NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E EM TAIWAN

No capítulo 4 desta dissertação contempla-se estudo sobre experiências estrangeiras na regulação da prática de captação coletiva de recursos pela internet mediante a emissão de valor mobiliário (ou expressão empregada com sentido similar). A proposta é oferecer mais elementos e discussões que possam embasar a análise crítica sobre o “*crowdfunding* de investimento”.

Em um momento efervescência regulatória, com a publicação da IN CVM n. 588/2017, a análise de experiências regulatórias estrangeiras pode contribuir para a reflexão sobre a forma como o Estado brasileiro pretende equalizar a balança cujos pesos são o fomento à atividade econômica e a proteção ao investidor. Sem a pretensão de esgotar a discussão, mas tão somente robustecer o debate, já iniciado no capítulo 2, acerca da necessidade e da conveniência de intervenção estatal sobre a atividade de captação coletiva de recursos pela internet, foram selecionadas duas legislações estrangeiras que divergem substancialmente na forma como regulam essa atividade.

Por se tratar de uma das primeiras legislações específicas sobre o tema e uma vez reconhecida a influência da regulação do mercado de *securities* norte-americano sobre o mercado de valores mobiliários brasileiro, analisa-se, no primeiro momento, a forma como a temática é regulada nos Estados Unidos da América a partir do *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act).

Em complemento, na segunda seção do capítulo analisa-se a regulação da atividade em Taiwan. Tendo em vista que o referido país adotou postura regulatória notoriamente oposta àquela manifestada por meio do JOBS Act, analisa-se como a prática de captação coletiva de recursos pela internet é legalmente tratada no país com o *Go Incubation Board for Startup and Acceleration*” (*GISA Regulation*).

A análise comparativa sobre as vertentes regulatórias adotadas em cada um dos regimes jurídicos serve de substrato para reflexão final sobre a regulação do “*crowdfunding* de investimento” no Brasil.

4.1 O tratamento da atividade a partir do JOBS Act

Em face de um contexto de reduzido crescimento econômico, verificado após a crise de 2007 nos Estados Unidos da América¹⁵², o governo promulgou o *Jumpstart*

¹⁵² Entre 1980 e 2000, foi registrada uma média de 310 aberturas de capital (IPOs) nos Estados Unidos por ano. Contudo, entre 2001 e 2011, houve uma redução de 2/3 (dois terços) desta média, de modo que foi registrada uma média de apenas 99 aberturas de capital de sociedades empresárias norte-

Our Business Startups Act” (JOBS Act) em 2012 (ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, 2012)¹⁵³. Trata-se de lei introduzida pelo Deputado Peter McHenry, destinada a impulsionar a formação de novos empreendimentos¹⁵⁴ e a fomentar a atividade empresária. Para atingir a finalidade, os principais pilares do JOBS Act foram a desregulação da atividade empresária e a flexibilização das formalidades previstas no mercado de *securities*¹⁵⁵ (MARTIN, 2012, p. 2).

A publicação do texto do JOBS Act, em 5 de abril de 2012, teve sua eficácia condicionada à regulação específica de suas diretrizes pela SEC, o que ocorreu em 30 de outubro de 2015. Antes de o JOBS Act entrar em vigor, o mercado de *securities* norte-americano era regulado, fundamentalmente, pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934¹⁵⁶. Referidas leis regulavam especificamente as emissões e as ofertas públicas de *securities*, a atuação de intermediários, as licenças e registros cabíveis e as hipóteses de dispensa de formalidades (essas últimas eram previstas especificamente na seção *Regulation D*).

Todavia, as dispensas previstas na *Regulation D* não eram plenamente compatíveis com as características das captações coletivas promovidas pela internet. Dentre outras razões, algumas dispensas estavam vinculadas à necessidade de registro específico das ofertas em Estados da Confederação que previam deveres de *disclosure* específicos em favor dos investidores locais (reconhecidas como *Blue Sky Laws*), o que contradiz a dinâmica global do *crowdfunding*. Afinal, a proposta das captações coletivas promovidas por meio da internet é que as ofertas possam ser acessadas por

americanas por ano. Essa redução foi ainda mais sensível no caso de sociedades empresárias que promoviam aberturas de capital inferiores a US\$ 50 milhões (consideradas de menor porte). De uma média de 166 aberturas durante o período 1980/2000, registrou-se média de 29 aberturas de capital no período 2001/2011, o que representou uma queda de 83% (COFFEE JR., 2013).

¹⁵³ Antes do JOBS Act, o Congresso dos Estados Unidos da América havia tentado positivar o tratamento do *equity crowdfunding* por meio do *Entrepreneur Access to Capital Act* (H.R. 2930) e do *Democratizing Access to Capital Act* (S.1791). O JOBS ACT pode ser admitido como uma compilação mais ampla dessas leis (FINK, 2012, p. 21-22).

¹⁵⁴ Reconhecia-se, por um lado, a surgimento de inúmeros negócios de viés tecnológico e, por outro, a existência de lacuna de linhas de captação de recursos disponíveis para sociedades empresárias de menor porte. O problema era tratado nos Estados Unidos como *the small business capital gap*. (PARSONT, 2014, p. 290).

¹⁵⁵ A proposta originária do JOBS Act era reconhecidamente mais liberal e flexível que aquela que seria aprovada mais tarde. As discussões que se mantiveram no Congresso penderam para um viés mais garantista e interventivo, valorizando elementos e regras que privilegiaram a proteção ao investidor. Segundo Parson (2014, p. 283), “what began as a nearly regulation-free zone quickly evolved into a heavy and costly set of responsibilities.” “[o] que começou como livre regulação, rapidamente avançou para a atribuição de rigorosas responsabilidades”. ⊗ tradução nossa.)

¹⁵⁶ Além do *Securities Act*, o mercado de *securities* norte-americano é particularmente regulado pelo *Sarbanes-Oxley Act of 2002* (SOX) e pelo *Dodd-Frank Acts of 2010*.

qualquer usuário com acesso à rede, independentemente do lugar onde esteja. Exigir que a sociedade empresária responsável pela disponibilização das plataformas promovesse registros das ofertas de *securities* em cada Estado onde os investidores se localizassem poderia inviabilizar a atividade. No mesmo sentido, algumas dispensas impunham como condição para sua obtenção a participação exclusiva de investidores institucionais (*accredited investors*), que não necessariamente representam o público de investidores usuários das plataformas (PARSONT, 2014, p. 283). Havia, ainda, dispensas que limitavam a abrangência das propagandas que acompanhavam os portfólios de investimento, restrição incompatível as captações coletivas de recursos que se valiam da internet e das redes sociais para propagar suas ofertas.

Nota-se que as dispensas previstas no *Securities Act* foram desenvolvidas para ofertas destinadas a determinados grupos, não tendo sido previstas para ofertas dirigidas ao público geral (WEINSTEIN, 2013, p. 431-434). Era inegável a existência de incompatibilidades entre a prática dessa atividade e a legislação de *securities*, fazendo do JOBS Act uma tentativa, em nível federal, de harmonização.

A publicação do JOBS Act, dispensando tratamento específico para a prática de captação coletiva de recursos por meio da internet, oficializou a posição do Governo norte-americano de considerar as transações realizadas por meio das plataformas como ofertas públicas de *securities*, notadamente por meio das premissas de subsunção do *Howey Test* (BURKETT, 2011, p. 80), conforme discutido no capítulo 2.

O JOBS Act se assenta em três temáticas principais: o desenvolvimento de sociedades empresárias em estágio inicial (*emerging growth company*); a flexibilização dos requisitos para emissão de *securities* por essas sociedades; e o tratamento do *crowdfunding* em si. Naturalmente, o foco deste estudo estrangeiro é o último tópico.

O Título III do JOBS Act (comumente reconhecido como CROWDFUND Act – *Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act*) trata especificamente da regulação sobre a atividade de captação coletiva de recursos pela internet. Ainda que a tônica do JOBS Act seja a desregulação do mercado de *securities* norte-americano, foi a primeira vez que o tema foi positivado no ordenamento do país.

De modo geral, a racionalidade por detrás do JOBS Act é reduzir os custos regulatórios de realizar ofertas públicas por pequenas sociedades empresárias (incluindo aquelas realizadas por intermédio das plataformas), e de, simultaneamente, prever alguma forma de proteção aos investidores por meio do estabelecimento de

limites ao valor investido (TSAI, 2016, p. 5-6).

Tal como no Brasil, qualquer emissão, negociação e comercialização de *securities* deve ser precedida por registro perante a SEC, à exceção das situações de dispensa de registro. De igual forma, os emissores e os agentes intermediários que lidam com *securities* devem ser previamente credenciados pela agência, ressalvados casos expressamente previstos em lei (WEINSTEIN, 2013, p. 431).

O CROWDFUND Act (*Section 302*) permitiu que sociedades empresárias pudessem captar, sem necessidade de registro, até US\$ 1,000,000.00 (um milhão de dólares) no interregno de um ano, ou até US\$ 2,000,000.00 (dois milhões de dólares) no mesmo período de tempo caso fossem apresentados extratos bancários auditados (FINK, 2012, 26-27). Trata-se de valor considerado alto, uma vez que empreendimentos divulgados por meio das plataformas visam atingir valores muito inferiores (MARTIN, 2012, p. 8-9).

O alto valor de captação envolvido, a possibilidade de emissão de *securities* por sociedades empresárias em estágio incipiente e a participação de investidores não institucionais (*non accredited investors*) justificaram a intervenção regulatória. Para reduzir o risco de fraude, foram impostos deveres aos participantes dessa dinâmica.

Em primeiro lugar, criou-se categoria específica para as sociedades responsáveis pela disponibilização das plataformas (*Section 302*). Na qualidade de *funding portals*, agentes intermediários que negociam e intermedeiam operações envolvendo *securities*, impôs-se que fossem estes previamente registrados perante a SEC e a National Securities Association. Foi determinado, ainda, que os *funding portals* se responsabilizassem por procedimentos de *due dilligence* sobre os emissores e sobre os títulos ofertados a partir das plataformas. Dentre os principais compromissos impostos, valem ser citados os deveres de verificar o histórico dos emissores e de seus administradores, de checar o limite de investimento disponível para cada investidor, nos termos do JOBS Act, e de educar aqueles que utilizam as plataformas por meio de publicações de *standards* a serem observados e alertas sobre os riscos assumidos em operações dessa natureza (inclusive, por meio de questionários de preenchimento obrigatório) (FINK, 2012, p. 27-28).

A regulação dos *funding portals* abrangeu, ainda, proibições específicas. Esses intermediários não podem oferecer consultoria e recomendações de investimento, gerenciar os fundos e recursos de investidores, ou remunerar, por meio de comissões, seus funcionários pela comercialização de *securities* a partir da plataforma. Com a

previsão dessas medidas, pretendeu-se restringir a comercialização de títulos sucateados (*junk securities*) e a oportunidade de fraude com recurso de terceiros (*Section 303*).

Em segundo lugar, o JOBS Act restringiu a utilização das dispensas registraís à realização de ofertas públicas de *securities* por meio exclusivo das plataformas. Assim, os materiais de divulgação e a interação entre empreendedores e investidores devem, necessariamente, ser estabelecidos nessas plataformas. Não são admitidas captações por meio outras vias (inclusive pessoalmente) que não pelo intermédio dos *funding portals* (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 16-17).

Em terceiro lugar, as sociedades emissoras de *securities* foram compelidas a disponibilizar aos potenciais investidores informações específicas de natureza financeira, societária e operacional. De acordo com a *Section 302* do CROWDFUND Act, devem ser disponibilizadas as seguintes informações aos investidores por meio dos *funding portals*: (i) nome e endereço físico e eletrônico da sociedade emissora; (ii) nome e dados cadastrais dos diretores e administradores, bem como dos sócios que detenham mais de 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade emissora; (iii) a descrição do plano de negócios; (iv) o valor a ser obtido por meio da captação e o prazo estipulado para tanto; (v) o método de precificação do valor da *security*; e (vi) a descrição do plano de ação estabelecido para utilização dos recursos investidos.

Em caso de a captação pretendida superar o valor de US\$ 100,000.00 (cem mil dólares), as sociedades emissoras devem, adicionalmente, apresentar demonstrações financeiras auditadas por profissionais independentes. A medida se justifica, segundo a SEC, pela assimetria informacional existente entre os participantes dessa atividade. Os investidores detêm, em geral, pouca participação no capital social da sociedade investida e, portanto, poucos incentivos para monitorar seu desenvolvimento, cabendo à SEC suprir essa lacuna (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 17).

Em quarto, foi estabelecido limite ao valor que determinado investidor poderia investir em ofertas realizadas por meio das plataformas. Nos termos do CROWDFUND Act, se a renda anual do investidor é inferior a US\$ 100,000.00 (cem mil dólares), ele pode apenas investir US\$ 2,000.00 (dois mil dólares) por ano ou 5% (cinco por cento) de sua renda anual. Caso a renda seja superior ao referido limite, o investidor pode investir US\$ 100,000.00 (cem mil dólares) ou 10% de sua renda anual (*Section 302*).

O limite de investimento imposto aos *crowdfunders* (investidores) foi atribuído a qualquer pessoa que pretendesse investir seus recursos em ofertas de *securities*

publicadas na internet mediante a atuação dos *funding portals*. Não houve, portanto, tratamento diferenciado aos investidores institucionais (*accredited investors*). A SEC entendeu que a natureza democrática da captação de recursos pela internet não seria compatível com a flexibilização da regra para determinadas categorias de investidores (POTENZA; OLIVEIRA, 2016, p. 16).

Em quinto lugar, o CROWDFUND Act (*Section 302*) limitou a possibilidade de investidores ofertarem ou revenderem as *securities* adquiridas por intermédio dos *funding portals* por um período de 12 meses, salvo se o comprador for investidor qualificado ou parte relacionada (basicamente, família e amigos) do investidor originário. A previsão visa impedir que sociedades empresárias emissoras de *securities* possam burlar o limite de captação por meio de ofertas secundárias (SCHWARTZ, 2013, p. 1463).

Em sexto e derradeiro lugar, o CROWDFUND Act (*Section 305*) estabelece que o cumprimento das obrigações de *disclosure* ali constantes é suficiente para a oferta pública de *securities* por meio dos *funding portals*. Logo, a legislação local até então existente (*Blue Sky Laws*) sobre procedimento de registro e dever de *disclosure* reservar-se-á à fiscalização e à aplicação de penalidades em caso de fraude (TRAEGER ET AL, 2013, p. 212).

As medidas propostas por meio do CROWDFUND Act foram objeto de críticas feitas por autoridades do governo norte-americano e por alguns doutrinadores, abaixo indicados. A maior parte das críticas se refere ao comprometimento da proteção ao investidor por meio das flexibilizações e dispensas previstas na nova lei (FINK, 2012, p. 29). Outras críticas, por outro lado, questionam os fundamentos utilizados para justificar a promulgação do JOBS Act. A afirmativa de que os custos regulatórios de registro teriam reduzido o número de aberturas de capital (IPOs) pode ser refutada com exemplos práticos observados no mercado de *securities* dos Estados Unidos.

Em pesquisa, Coffee Jr. (2013) assinalou que a flexibilização da obrigação de realização de auditoria sobre as contas da sociedade que pretendesse realizar IPO pelo *Sarbanes-Oxley Act* pelo *Dodd-Frank Act*, em 2007, não significou aumento ou estímulo à abertura de capital. Ao contrário, o número de IPOs passou de 55 em 2007 para apenas 4 em 2008. No mesmo sentido, afirma que não houve qualquer notícia de que a publicação do JOBS Act em 2012 teria produzido algum estímulo no número de IPOs no ano subsequente. De acordo com o autor, a redução no número de aberturas de capital decorre de outras razões, que não os custos regulatórios envolvidos, como: a

perda de confiança do investidor em decorrência dos escândalos das sociedades empresárias Enron e WorldCom em 2002 no mercado de *securities* e a crise do *subprime* de 2007; além da ausência de liquidez dos títulos emitidos por sociedades empresárias de menor porte, que passa a não interessar aos investidores institucionais (os principais adquirentes de *securities*).

Em depoimento oficial, o Comissário da SEC Aguilar (2012) manifestou forte oposição aos termos da nova legislação sob o fundamento de que as dispensas regulatórias comprometerão a fiscalização da agência sobre as operações envolvendo *securities* e não terão o condão de estimular o crescimento econômico. De acordo com o autor, investidores tendem a racionalmente aumentar o preço e o retorno pelos investimentos feitos caso se verifique maior risco de fraude nas operações ou, ainda, dificuldade na obtenção de informações relevantes sobre o empreendimento que receberá o investimento. Sob essa premissa, os deveres de *disclosure* e *compliance* reduziriam, na realidade, os custos de capital e comprometeriam a realização de investimentos.

As disposições específicas do CROWDFUND Act também mereceram críticas. Primeiramente, o critério utilizado para caracterização das *emerging growth companies* permite que sociedades empresárias que faturem até US\$ 1 bilhão de dólares por ano possam aproveitar das dispensas de registro perante a SEC. Estima-se que esse parâmetro abranja 98% das aberturas de capital registradas na SEC, não apresentando utilidade para distinguir as sociedades de menor porte que poderiam aproveitar das dispensas (AGUILAR, 2012).

A segunda crítica é feita sobre os limites impostos aos investidores para promover investimentos por meio das plataformas. Como visto, caso a renda do investidor seja superior a US\$ 100,000.00 (cem mil dólares), o investidor pode investir até US\$ 100,000.00 (cem mil dólares) ou 10% (dez por cento) de sua renda anual. Observe-se que, se a intenção do estabelecimento de limites ao investimento era preservar a poupança popular e reduzir a possibilidade de perdas, o referido parâmetro permite a ocorrência de situações temerárias: a título de exemplo, um investidor com renda anual de US\$ 105,000.00 (cento e cinco mil dólares) pode investir aproximadamente 90% de sua renda em *securities* ofertadas por meio das plataformas, o que, certamente, vai de encontro à intenção de preservação da poupança popular.

A terceira crítica diz respeito à liquidez das *securities* ofertadas por meio das plataformas. A limitação de revenda das *securities* a um período de 12 meses, contado

da data de aquisição, reduz consideravelmente a liquidez dos títulos. É esperado que a restrição reduzirá o volume de investimentos.

Finalmente, critica-se a limitação da captação coletiva de recursos por meio exclusivo dos *funding portals*, devidamente registrados perante a SEC. Afinal, ainda que empreendedores buscassem outras formas de captação de recursos, a utilização de dispensas previstas no CROWDFUND Act está condicionada à intermediação das ofertas de *securities* pelos *funding portals* (COHN, 2012, p. 7-8). É natural que a canalização das ofertas públicas para o “ambiente” dos *funding portals* facilita a fiscalização da prática de captação de recursos com dispensa de registro; é também natural, contudo, que essa restrição prejudica a possibilidade de que as sociedades empresárias possam se valer de outros meios para captar recursos necessários ao desenvolvimento de sua atividade.

Antes de tecer comentários sobre o mérito do JOBS Act e sobre as críticas acima referenciadas, interessa avaliar outra proposta de regulação que a ela se contrapõe e que oferece um novo ponto de vista sobre a temática. Trata-se da regulação proposta pelo Governo de Taiwan a partir do *Go Incubation Board for Startup and Acceleration* (GISA).

4.2 O tratamento da atividade a partir do GISA Regulation

O *Go Incubation Board for Startup and Acceleration* (GISA) constitui plataforma de natureza pública comparável aos *funding portals*. Criado em 2014 pelo Governo de Taiwan, o GISA é operado pelo Taipei Exchange, antigo Gre Tai Securities Market (GTSM), agência reguladora do mercado de *securities* do país (TSAI, 2016, p. 27-28).

Trata-se de iniciativa de caráter público regulada pelo *GISA Regulation* (TAIWAN, 2014). Nos termos do referido documento, a proposta regulatória é assessorar o desenvolvimento inicial de sociedades empresárias inovadoras e as auxiliar na captação de recursos (art. 1º). Apenas sociedades empresárias inovadoras, o que será avaliado por comitê interno¹⁵⁷, e cujo capital social seja inferior a NT\$50 milhões são

¹⁵⁷ Essa avaliação pode ser dispensada no caso de a sociedade empresária tiver sido premiada por premiações da Taipei Exchange ou no caso de esta dispor de uma Carta de Recomendação emitida por uma *Recommending Agency*, assim entendidas as seguintes repartições: Ministry of Science and Technology; National Applied Research Laboratories; Industrial Technology Research Institute, Commerce Development Research Institute; ou Institute for Information Industry (conforme art. 5º

elegíveis ao GISA (art. 4º). Uma vez selecionadas, as sociedades empresárias devem celebrar contrato (*Contract for Acceptance of Counseling and GISA Registration*) com o Taipei Exchange, nos termos do art. 8º do GISA Regulation (TAIWAN, 2014)

A comparação do GISA com os *funding portals*, previstos no JOBS Act, deve-se à função compartilhada por ambos no que pertine à intermediação de operações de investimento sobre ofertas públicas de *securities*. Seja nos Estados Unidos da América, seja em Taiwan, as ofertas públicas de *securities* são realizadas por intermédio dos *funding portals* e do GISA, respectivamente.

A implementação do GISA se assenta em exigências igualmente constantes do JOBS Act. Nesse sentido, as ofertas públicas de *securities* realizadas por meio do GISA são limitadas ao valor total de NT\$ 30 milhões, conforme art. 15 do GISA Regulation, e os investidores não podem investir anualmente mais de NT\$ 150 mil em ofertas realizadas por meio da plataforma (*investment cap*), ressalvados os casos de investidores institucionais, conforme art. 16 do GISA Regulation (TSAI, 2016, p. 14-15). Os investidores interessados em aplicar seus recursos por meio do GISA devem assinar o *Risk Disclosure Statement*, pelo qual manifestam ciência sobre o risco da operação. São também previstos deveres de *disclosure* às sociedades que pretendem ofertar *securities* por meio do GISA, como o dever de: (i) prestar informações sobre a companhia; (ii) prestar informações sobre os acionistas e administradores; (iii) informar datas de assembleias sociais regulares; (iv) apresentar demonstrações financeiras atualizadas; e (v) prestar informações sobre a distribuição de dividendos do exercício anterior (TSAI, 2016, p. 14-16).

Há, todavia, diferenças substanciais entre a atuação dos *funding portals* previstos pelo JOBS Act e o GISA. Além da natureza pública desta última, uma vez que é criada e administrada pelo Governo de Taiwan (TSAI, 2016, p. 6), a relação mantida entre as plataformas e as sociedades emissoras é evidentemente distinta nos dois casos. Enquanto os *funding portals* estão limitados a intermediar as ofertas públicas de *securities* e garantir o cumprimento das prescrições do JOBS Act por investidores e sociedades emissoras, o GISA oferece o *Public Integrative Counseling Mechanism*. Trata-se de programa, não superior a dois anos, destinado a “incubar” sociedades empresárias interessadas na captação de recursos a partir de ofertas de *securities* pela internet.

do GISA Regulation) (TAIWAN, 2014)

Na incubação, são oferecidos serviços de consultoria contábil, jurídica, gerencial e marketing visando preparar as sociedades emissoras selecionadas para a oferta pública de *securities* a investidores – conforme art. 3º e 9ª do *GISA Regulation* (TAIWAN, 2014). Para além da promoção da governança corporativa de sociedades empresárias em estágio inicial, a intenção do programa é garantir proteção ao investidor que decidir aportar seus próprios recursos (TSAI, 2016, p. 16-17). Além da assessoria técnica, o GISA oferece capacitações e cursos específicos para as sociedades empresárias selecionadas, nos termos do art. 11 do *GISA Regulation* (TAIWAN, 2014).

O GISA ainda dispõe de poder para investigar eventuais descumprimentos e violações de normas pelas sociedades empresárias selecionadas para participar do programa, bem como para aplicar as respectivas sanções. Consoante termos do art. 25 e 26 do *GISA Regulation*, caso alguma sociedade empresária selecionada para participar do programa não observe os deveres de *disclosure*, omita informações e materiais relevantes para o investimento ou não cumpra os prazos definidos para promoção das ofertas, poderá ser penalizada com multas de até NT\$ 30 mil e com a rescisão ou suspensão de seu registro perante o GISA – o que poderá afetar captações de recursos em desenvolvimento e a compelir a devolver os recursos recebidos para investidores (TAIWAN, 2014).

Até abril de 2015, a prática de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de *security* era exclusivamente exercida por meio do GISA. Havia um monopólio da prática da atividade, de fato. A partir da publicação dos *Private Portal Regulations*, passou-se a permitir que plataformas de natureza privada pudessem exercer a atividade mediante a observância de determinadas regras e obrigações (TSAI, 2016, p. 28).

A abertura legislativa alcançou as sociedades corretoras de *securities*. Contudo, nesse último caso, a *Taipei Exchange* regulou a forma e as condições como a atividade de captação coletiva deveria ser conduzida. Em 1º de agosto de 2016, foi promulgado o *Taipei Exchange Regulations Governing the Conduct of Equity Crowdfunding by Securities Firms*, que permitiu que as sociedades corretoras interessadas em captar recursos pela internet com a emissão de *security* fossem submetidas à necessidade de registro específico perante a *Taipei Exchange* (art. 4). Exigiu-se, ainda, que os responsáveis pela condução da atividade dispusessem da qualificação de *Securities Specialist* e fossem submetidos a capacitação específica pela

Taipei Exchange (art. 9)¹⁵⁸.

As ofertas públicas de *securities* realizadas por meio das plataformas das sociedades corretoras estão igualmente limitadas ao valor de NT\$ 30 milhões por ano. Diferentemente do *GISA Regulation*, contudo, investidores que invistam recursos por meio das plataformas de sociedades corretoras estão limitados ao valor anual de NT\$ 100 mil (art. 25 e 26)¹⁵⁹.

As sociedades corretoras que promover essa atividade devem se abster de custodiar ou utilizar, para qualquer finalidade, os recursos de investidores que sejam aplicados por meio das plataformas que administram, bem como de receber pedidos de registro em suas plataformas de sociedades empresárias das quais seus diretores tenham qualquer vínculo institucional. Devem, igualmente, abster-se de fazer recomendações de investimentos e de prover mercado secundário para a aquisição de *securities* ofertados por meio das plataformas (art. 15). Caso se observe a violação desses deveres ou de legislações atinentes ao mercado de *securities*, a *Taipei Exchange* poderá monitorar as atividades da sociedade corretora *in loco*, bem como exigir a apresentação de plano de correção para aplicação imediata (art. 31)¹⁶⁰.

Assim como o JOBS Act, o modelo regulatório de Taiwan encontra algumas críticas. A maior delas refere-se ao fato de que o mesmo órgão (GTSM) que regula a atividade também administra a plataforma (o GISA). É, simultaneamente, regulador e competidor no referido mercado (TSAI, 2016, p. 37). Não por acaso se diz que, embora se tenha permitido o intermédio da atividade por plataformas privadas desde 2015, o segmento continua sobre o domínio e influência do GISA (TSAI, 2016, p. 34).

Critica-se, ainda, o excessivo controle sobre as operações realizadas por meio do GISA. Nesse sentido, cumpre ressaltar a imposição de que as ofertas de *securities* somente podem ser acessadas por investidores de segunda a sexta-feira, no intervalo

¹⁵⁸ TAIWAN. *Taipei Exchange Regulations Governing the Conduct of Equity Crowdfunding by Securities Firms*. Disponível em: <<http://eng.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=FL076790&ModifyDate=1050108&og=<=&md=1&k1=crowdfunding&k2=&k3=&c1=&c2=>>. Acesso em: 25 jun. 2017.

¹⁵⁹ TAIWAN. *Taipei Exchange Regulations Governing the Conduct of Equity Crowdfunding by Securities Firms*. Disponível em: <<http://eng.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=FL076790&ModifyDate=1050108&og=<=&md=1&k1=crowdfunding&k2=&k3=&c1=&c2=>>. Acesso em: 25 jun. 2017.

¹⁶⁰ TAIWAN. *Taipei Exchange Regulations Governing the Conduct of Equity Crowdfunding by Securities Firms*. Disponível em: <<http://eng.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=FL076790&ModifyDate=1050108&og=<=&md=1&k1=crowdfunding&k2=&k3=&c1=&c2=>>. Acesso em: 25 jun. 2017.

entre 9 horas e 17 horas¹⁶¹. A previsão certamente limita o alcance da atividade a investidores não institucionais que não dispõem do horário comercial para promover investimentos.

Observa-se que a proposta regulatória de Taiwan é notoriamente distinta daquela adotada pelos Estados Unidos da América. Enquanto no JOBS Act a formação de capital é o vetor mais significativo, a implementação do GISA demonstra a preferência do Governo de Taiwan pela vertente de proteção ao investidor (TSAI, 2016, p. 29-30).

4.3 Estudo em perspectiva: o *crowdfunding* de investimento e a notícia de estudo estrangeiro

A prática de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário foi objeto de regulação específica com a publicação da IN CVM n. 588/2017¹⁶². A partir de então, a atividade passou a dispor de regulação específica. No documento, ficou consignado o entendimento de que a prática de captação coletiva pela internet com emissão de valor mobiliário está sujeita à competência da autarquia e de que se mostra necessária sua intervenção para garantir liquidez às operações e proteção

¹⁶¹ TAIWAN, Taipei Exchange. Disponível em: <http://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_12.php?l=en-us>. Acesso em 25 jun. 2017.

¹⁶² Além da IN CVM n. 588/2017 e do Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016 que a precedeu, deve-se destacar que o tema foi objeto de projeto de lei específico. O PL n. 6.590/2013 (BRASIL, 2013), posteriormente reapresentado sob o n. 2.862/2015, dado o término do prazo para desarquivamento, estabelece “diretrizes para a atuação de empresas em investimento coletivo (*crowdfunding*), organizadas em sítio próprio na rede mundial dos computadores (internet), e dá outras providências”. De acordo com o art. 1º do referido projeto de lei, *crowdfunding* é um termo que abrange “empresas de organização de investimento coletivo”, aí inseridas atividades de “alavancagem de empreendimentos para fins lucrativos” e para “fins sociais”. Prevê-se, no art. 4º, que o investidor fará jus à dedução de seu imposto de renda o equivalente a 10% do montante investido ou 50% do lucro distribuído caso se trate de investimento com finalidade lucrativa. Por outro lado, tratando-se de contribuição com finalidade social, poderá ser deduzido de seu imposto de renda o equivalente a 50%. Em qualquer das modalidades (lucrativa ou social), o art. 6º do PL em referência dispõe que as sociedades empresárias que organizam a atividade informarão à CVM os detalhes de cada projeto disponibilizado na plataforma. Em caso de necessidade de apuração de responsabilidade quanto à qualidade dos projetos divulgados, assim como quanto à execução dos empreendimentos que receberam investimentos, o art. 7º prevê que todos e quaisquer danos serão imputáveis às sociedades empresárias idealizadoras dos mesmos. Atualmente, o Projeto de Lei (PL) n. 2.862/2015 (BRASIL, 2015) encontra-se aguardando parecer do relator na Comissão de Finanças e Tributação (CFT). Observa-se que o PL n. 2.862/2015 parte da premissa de que a expressão *crowdfunding* abrange desde doações até a oferta e a aquisição de valor mobiliário, sugerindo tratamento jurídico semelhante para esses negócios – inclusive quanto à necessidade comunicação à CVM. Essa não seria uma conclusão válida a partir do discurso e da análise feita nessa dissertação. Pensamos, com base em todo o exposto no estudo, ser adequada a reflexão sobre o referido projeto de lei a partir das discussões levadas a cabo no presente trabalho (BRASIL, 2015).

aos investidores. Entendeu-se, portanto, ser não somente necessário, mas conveniente que o Estado intervenha sobre referida prática no mercado brasileiro (CVM, 2016).

A descrição dos principais elementos contidos na IN CVM n. 588/2017 e no relatório que acompanhou o Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016 apresenta mais afinidades com a proposta regulatória do JOBS Act. Nota-se que a IN CVM n. 588/2017 pauta-se por estratégias regulatórias similares ao planejamento feito pelo legislador norte-americano. Assim é que a nova instrução normativa brasileira e o JOBS Act preocuparam-se em trazer definições capazes de delimitar o escopo da intervenção proposta e em centralizar e qualificar a atividade regulada a partir da atuação de agentes intermediários (i.e. *funding portals* e plataformas eletrônicas de investimento participativo).

Em ambas as propostas regulatórias, medidas em prol da facilitação de acesso a crédito (como a dispensa de registro de emissor e de oferta, a definição de critérios mais amplos para a elegibilidade de sociedades emissoras, o aumento do limite de captação anual pelas sociedades emissoras e a utilização de sindicatos de investidores) são contrabalanceadas com medidas de índole protetiva (como a imposição de limites aos valores investidos, a previsão de registro específico para as sociedades que disponibilizam as plataformas e a padronização das informações da oferta).

Por outro lado, a proposta de regulação contida no *GISA Regulation* destina ao Estado maior protagonismo. Observou-se que a *Taipei Exchange* dispõe de maiores poderes de intervenção sobre a prática de captação coletiva de recursos pela internet mediante a emissão de valor mobiliário. Cabe ao Estado não somente administrar a principal plataforma do país, mas responsabilizar-se pela capacitação direta de sociedades emissoras e seus gestores antes de ofertarem *securities* a investidores. É possível observar que a IN CVM n. 588/2017 não destinou ao Estado brasileiro semelhantes funções.

Assim como no caso do Brasil, a análise da proposta de regulação materializada no JOBS Act e no *GISA Regulation* ilustra o debate fundamental sobre a forma de intervenção do Estado sobre o domínio econômico (MARTIN, 2012, p. 5-6). Para se defender a presença de um Estado minimalista ou interventivo no mercado de *securities* ou valores mobiliários, importa analisar se os riscos de eventual flexibilização regulatória são toleráveis e, até certo ponto, justificados pelo benefício alcançado com o reaquecimento da economia (FINK, 2012, p. 31-32).

Entende-se que o estabelecimento de regras protetivas ao investidor é premissa

indispensável a qualquer mercado que busque atrair investimentos. O conhecimento “das regras do jogo” e dos riscos envolvidos é fundamental para a participação de novos investidores e emissores, o que certamente contribuirá para o crescimento e a liquidez do mercado (TSAI, 2016, p. 10). Todavia, não se pode perder de vista que uma nova forma de se relacionar, interagir e contratar vem se estabelecendo em bases fluidas (principalmente, pela internet), o que pode ensejar a necessidade de revisar práticas, formalidades e exigências regulatórias até então existentes.

As críticas ao JOBS Act, que podem ser estendidas, em maior ou menor medida, à IN CVM n. 588/2017, convergem para a ideia de que a flexibilização da legislação sobre *securities* ou valores mobiliários pode comprometer a proteção ao investidor. Isso se mostra particularmente sensível às atividades desenvolvidas pela internet. A natureza impessoal e descentralizada das interações viabilizadas por meio da “rede” demandam maior controle por parte do Estado. Soma-se a isso a aptidão de as captações coletivas de recursos pela internet atraírem investidores não institucionais (*non accredited investors*), que possuem pouca ou nenhuma experiência na realização de investimentos no mercado de *securities* ou valores mobiliários (HAZEN, 2012, p. 1766).

Contudo, se a internet pressupõe descentralização e ausência de controle, sua utilização pode viabilizar novas formas interações entre seus usuários. Essas interações podem significar formas de controle alternativos àqueles realizados pelo Estado. Isso já pode ser observado nos Estados Unidos mediante o que se convencionou chamar *self police of the Crowd* (“controle pela comunidade”). Tal como desenvolvido por *websites* de *e-commerce* como eBay e Amazon, os *funding portals* contam com rankings e ferramentas de registro de comentários de outros usuários que reportam regularmente sobre aqueles que omitem informações ou que praticam ilícitos. Foi noticiado, ainda, o desenvolvimento de uma plataforma independente (denominada *Crowdfunding Accreditation for Platform Standards – CAPS*) que tem como objeto a avaliação, por meio de *rankings* e entrevistas, dos *funding portals*, das sociedades emissoras e dos investidores que participam da dinâmica de captação coletiva (FINK, 2012, p. 33-34). Ademais, as próprias redes sociais utilizadas para divulgar as ofertas e os fóruns de discussão ali instaurados também são utilizadas para reportar casos de fraude e simulação (WEINSTEIN, 2013, p. 436-437).

Esse é um cenário adequado ao perfil de um Estado Regulador que busca partilhar com o particular o ônus de regulação das atividades econômicas. No estudo

em exame, tal como os *funding portals*, as plataformas eletrônicas de investimento participativo dispõem da exclusividade de operacionalização das captações coletivas de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário. A previsão de exclusividade e unicidade procedimental vem acompanhada do dever fundamental para o qual foram criadas: fiscalizar o adequado funcionamento do “*crowdfunding* de investimento” e da oferta pública de valores mobiliários pela internet. Pode-se dizer, portanto, que a CVM não foi de todo “liberal” na publicação da IN CVM n. 588/2017. É natural e esperado que a unicidade de procedimento de captação coletiva de recursos pela internet mitigará outros arranjos e possíveis fontes de recursos que existem (e não de se desenvolver no futuro próximo) pela “rede”. Nesse particular, a CVM optou por contrapor a possibilidade de dispensa automática de registros à limitação sobre a forma como a atividade deve ser realizada.

Logo, embora se reconheça que a IN CVM n. 588/2017 e o JOBS Act tenham permitido a possibilidade de obtenção de dispensas de registro automáticas e flexibilizado deveres de *disclosure* (que seriam favoráveis ao investidor), entende-se que o próprio mercado e as novas ferramentas viabilizadas com o advento da internet poderão desempenhar papel ainda mais importante na minimização dos danos e das ameaças àqueles que se propõem a investir seus recursos pela internet.

No Brasil, estima-se que, além da fiscalização da atividade pelas próprias sociedades responsáveis pela disponibilização das *plataformas eletrônicas de investimento participativo*, a Associação Brasileira de *Equity Crowdfunding* poderá desempenhar papel ainda mais relevante na fiscalização e orientação sobre a atividade de forma complementar à CVM. A Associação dispõe de código de ética e conduta a que devem se sujeitar seus associados (dentre os quais se encontram inscritas todas as sociedades titulares das plataformas atualmente em operação)¹⁶³.

De forma distinta, a intervenção do Governo de Taiwan por meio do GISA parece não estar plenamente alinhada com a proposta mais elementar do *crowdfunding*: aproximar, de forma simples e não burocrática, empreendedores carentes de recursos e investidores interessados em aplicar seus recursos. Há, de fato, maior controle e mais formalidades a observar para a prática da captação coletiva de recursos pela internet nesse país.

¹⁶³ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EQUITY CROWDFUNDING. Disponível em: <<http://equity.org.br/associacao>>. Acesso em: 25 jun. 2017.

Conquanto a intervenção estatal possa se fazer necessária à preservação dos interesses dos investidores, não se estima que a previsão de excessivas restrições ao exercício da atividade trará mais benefícios que aqueles a alcançar pelo fomento da atividade e pela cooperação regulatória estabelecida entre Estado e sociedade civil. Esse é o cenário projetado de momento para a IN CVM n. 588/2017.

5. CONCLUSÃO

5.1 Conclusões da pesquisa

Mediante as reflexões propostas nesta dissertação buscou-se responder à pergunta sobre os termos em que a captação coletiva de recursos pela internet sujeita-se à regulação da CVM. A construção científica do discurso e dos argumentos que o acompanharam se arrimou em dois cenários de pesquisa: um anterior e outro posterior à publicação da IN CVM n. 588/2017, especificamente destinada a regular a matéria.

Uma vez que as captações coletivas de recursos pela internet têm o condão de envolver a transferência da poupança popular entre cidadãos comuns e a emissão de valores mobiliários, definidos nos termos do art. 2º da Lei n. 6.385/1976, a CVM vinha monitorando a atividade até que, em julho de 2017, publicou instrução normativa específica.

Antes de ingressar no debate regulatório proposto, intentou-se particularizar a captação coletiva de recursos pela internet em face daquelas promovidas anteriormente ao seu advento. Para esse fim, foram identificadas e descritas práticas de captação coletiva de recursos realizadas ao longo da História que culminaram no desenvolvimento atual do *crowdfunding*.

Consolidou-se o entendimento de que, embora materialize captação coletiva de recursos, a forma como o *crowdfunding* é praticado credencia o tratamento individualizado em face das demais. O desenvolvimento tecnológico, sobretudo como advento da internet, permite que a captação coletiva de recursos instrumentalizada pelo *crowdfunding* disponha de *alcance global* e de *dinâmica quase instantânea* na troca de comunicações e de declarações de vontade entre aqueles que pretendem investir recursos excedentes e aqueles que deles precisam para empreender. Essas transformações consolidam novos padrões de comportamento em sociedade e podem implicar a necessidade de redefinir conceitos e valores. O *crowdfunding* é, certamente,

fruto desse contexto e não pode ser analisado de forma apartada.

Assumida como forma de captação coletiva de recursos particular, concluiu-se que a expressão *crowdfunding* deve ser concebida, juridicamente, como *atividade*. A busca pelo enquadramento jurídico justificou-se na polissemia que o termo carrega e na necessidade de realização do recorte metodológico da pesquisa. Porque envolve pluralidade de sujeitos, direitos, deveres, bens, negócios e relações jurídicas, necessária se mostrou a delimitação do escopo do trabalho.

Essa constatação é referendada pela segmentação que se costuma fazer das plataformas pelos negócios jurídicos celebrados por seu intermédio. Há, como exposto, plataformas de *crowdfunding* cujo objeto é viabilizar negócios jurídicos de doação, compra e venda futura, mútuo e emissão de valores mobiliários. As diferenças entre as atividades praticadas e as motivações que levam empreendedores e investidores a participar de cada uma dessas plataformas justificaram a delimitação do escopo da dissertação.

Nesse sentido, os cenários anterior e posterior à IN CVM n. 588/2017 por que se pautou a pesquisa compreendem análises específicas sobre as práticas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário. Como nem todas as facetas atribuíveis ao *crowdfunding* tangenciam fronteiras regulatórias, apenas as plataformas destinadas à oferta e à negociação de valor mobiliário foram objeto de análise.

No primeiro dos cenários, investigou-se a forma como as captações coletivas de recursos pela internet eram realizadas antes de a atividade dispor de regulação específica. Por se tratar de desenvolvimento recente, buscou-se delinear, em termos práticos, o funcionamento das plataformas eletrônicas por meio das quais essas captações eram realizadas (Broota, Eqseed e Startmeup). A compreensão de aspectos funcionais das plataformas contribuiu para que se chegasse à conclusão de que os seguintes negócios jurídicos eram celebrados até recentemente (antes da publicação da IN CVM n. 588/2017): (i) *contrato preliminar para fins de emissão privada de título de dívida*; (ii) *contrato preliminar para fins de formação ou aumento de capital social*; e (iii) *contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária*.

Como apenas as duas últimas modalidades contratuais apresentavam características que poderiam situá-los no regime de competência da CVM, a análise de enquadramento regulatório circunscreveu-se sobre esses dois instrumentos.

Trata-se do ponto de partida para a discussão regulatória do primeiro cenário.

Essa discussão foi conduzida em torno de duas hipóteses de pesquisa, formatadas especificamente para analisar os negócios jurídicos potencialmente sujeitos à regulação da CVM. A primeira delas baseou-se na assertiva de que o *contrato preliminar de formação ou aumento de capital social* pode ser qualificado como *contrato de investimento coletivo*, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/1976. A segunda consistiu na afirmação provisória de que o *contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária* pode ser admitido como relação jurídica subjacente da emissão de *nota comercial*, nos termos do art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/1976.

No decorrer da pesquisa, notadamente mediante a análise empreendida no capítulo 3, confirmou-se a primeira hipótese e se refutou a segunda. Não obstante a refutação, conquanto o *contrato de mútuo com cláusula de conversibilidade em participação societária* não possa ser admitido como relação jurídica subjacente da emissão de *nota comercial*, concluiu-se pela possibilidade de ser admitido nesses termos quanto à emissão de *contrato de investimento coletivo*, dada a abrangência da definição deste último.

Dessa forma, a exposição revelou que as práticas de captação coletiva de recursos promovidas pela internet mediante emissão de valor mobiliário estavam compreendidas no regime de competência da CVM antes mesmo da publicação da IN CVM n. 588/2017. No período “pré-regulação específico”, essas captações eram promovidas com base nas já revogadas dispensas de registro de oferta e de emissor previstas para sociedades empresárias enquadradas como ME ou EPP, nos termos do art. 5º, inciso III, da IN CVM 400/2003 e do art. 7º, inciso IV e V, da IN CVM 480/2009.

A publicação do Edital de Audiência Pública SDM n. 06/2016, que precedeu a publicação da IN CVM n. 588/2017, corroborou a análise. Na minuta, restou nítido o entendimento manifestado pelo órgão regulador de que os contratos celebrados por intermédio das plataformas podem ser qualificados como *contratos de investimento coletivo*, cujo lançamento e cuja circulação estão restritos à sua competência.

O segundo cenário da pesquisa centrou-se justamente na regulação proposta na IN CVM n. 588/2017. A descrição do contexto “pré-regulatório” auxiliou na compreensão das razões que motivaram o Estado brasileiro a intervir no mercado de capitais. Restou claro que a legislação disponível até então não era suficiente, no sentir da CVM, para implementar as finalidades que orientam a instrução normativa: o

fomento da atividade econômica e a proteção dos investidores.

A análise compreendeu síntese descritiva das principais disposições legais da IN CVM n. 588/2017 e síntese analítica acerca da proposta regulatória engendrada pelo Estado brasileiro. Tratando-se de instrução normativa recente, cujos efeitos ainda não foram mensurados, buscou-se robustecer a avaliação mediante estudo do direito estrangeiro, onde a matéria já havia sido positivada e onde as discussões regulatórias se mostraram mais avançadas. A escolha do JOBS Act, promulgado pelos Estados Unidos da América, e do GISA *Regulation*, promulgado por Taiwan, deveu-se ao tratamento distinto da atividade em cada ordenamento jurídico. No caso do ordenamento norte-americano, o Estado reserva-se estabelecer as “regras do jogo” para a prática da captação coletiva de recursos pela internet. No caso de Taiwan, revelou-se que o Estado efetivamente participa e intervém na realização da atividade, sendo responsável pela disponibilização da principal plataforma do país.

Na análise, resgata-se a discussão, iniciada no capítulo 2, acerca do papel ocupado pelo Estado na regulação econômica, e termina por apresentar algumas reflexões acerca da proposta regulatória contida na IN CVM n. 588/2017. Em suma, entende-se que a imposição de excessivas obrigações de *disclosure* visando à proteção de investidores não pode superar os incentivos ao fomento da atividade, sob pena de comprometer o florescimento de um “novo mercado de valores mobiliários brasileiro”.

5.2 Perspectivas para pesquisas futuras

A novidade que o tema carrega fez com que se deparasse com problemas cuja discussão jurídica, conquanto secundária aos objetivos traçados na dissertação, dispõe de igual relevo para a sociedade. Sem a intenção de analisar ou discutir quaisquer desses problemas, este tópico se destina a tão somente indicá-los como perspectivas para novas pesquisas.

O primeiro é uma inferência natural do desenvolvimento desta pesquisa. A recente publicação da IN CVM n.588/2017 ainda carece de reflexões críticas sobre seus dispositivos e, de forma mais aprofundada, sobre a proposta de regulação na qual se baseia. Ademais, abre-se espaço para que estudos de acompanhamento e mensuração dos resultados alcançados pela intervenção estatal sejam realizados nos próximos anos.

O segundo tema identificado como possível objeto para novas pesquisas diz respeito à possível sujeição da captação coletiva de recursos pela internet à regulação

do Banco Central. A interseção entre as captações coletivas de recursos pautadas pela tomada de crédito e pelas atividades restritas às instituições financeiras, nos termos do art. 17 da Lei n. 4.595/1964, merecem maior atenção da academia. Em particular, porque o *Caso Fairplace*, brevemente assinalado na dissertação, não foi suficiente para impedir que outras sociedades empresárias viessem a empreender semelhante atividade no Brasil posteriormente. O entendimento a respeito da forma como essas plataformas vêm sendo operacionalizadas atualmente no Brasil será, tal como neste trabalho, premissa fundamental para a análise.

Recomenda-se, finalmente, que se promovam estudos acerca da atuação específica das sociedades empresárias responsáveis pela disponibilização de *plataforma eletrônica de investimento participativo*. A análise acerca da dinâmica de responsabilidades e encargos regulatórios impostos pela IN CVM n. 588/2017 a essas sociedades apresenta arestas passíveis de discussão. Tem-se à vista mercado de evidente risco, uma vez que interagem, de um lado, sociedades empresárias em estágio inicial, cujos administradores têm pouca ou nenhuma experiência em gestão, e, de outro, investidores possivelmente desacostumados a investir recursos por meio da internet. Embora não se possa atribuir às sociedades encarregadas de disponibilizar as plataformas responsabilidade pelo sucesso ou fracasso da iniciativa investida, é certo que sua atuação pode contribuir para a governança e preservação das relações jurídicas estabelecidas por seu intermédio. Recomenda-se, nesse sentido, a análise sobre a suficiência da IN CVM n. 588/2017 para estimular uma atuação com esse propósito e finalidade.

Apesar da escassez de estudos científicos sobre o *crowdfunding* – notadamente em âmbito nacional –, observou-se que essa realidade vem se modificando nos últimos anos. Ao longo da elaboração deste trabalho, identificou-se a crescente publicação de novos trabalhos, sob os mais diferentes enfoques, acerca do *crowdfunding*. Ainda assim, reconhece-se que as discussões jurídicas, em geral, não vêm conseguindo acompanhar o dinamismo econômico e as novas formas de interação social observadas no mercado. Este trabalho é mais um dos que buscam superar esse descompasso e trazer reflexões críticas em prol do desenvolvimento de um ordenamento jurídico brasileiro sensível e responsivo às aspirações sociais.

REFERÊNCIAS

AGUILAR, Luis A. *Investor protection is needed for true capital formation: views on the Jobs Act*. 2012. Disponível em: <<http://www.sec.gov/News/PublicStmnt/Detail/PublicStmnt/1365171490120#.Ue3E7azNICc>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

AHLERS, Gerrit K. C.; CUMMING, Douglas; GUNTHER, Christina; SCHWEIZER, Denis. *Signaling in equity crowdfunding*. 2012. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2161587>. Acesso em: 8 nov. 2016.

AIRES, João. *Estudo sobre os contratos de patrocínio esportivo*. 2016. Disponível em: <<https://joamirandaaires.jusbrasil.com.br/artigos/317932005/estudo-sobre-os-contratos-de-patrocinio-esportivo>>. Acesso em: 29 maio 2017.

ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. O atual conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 142, ano XLV, 2006.

ALVES, Breno Castro. *A seleção natural do crowdfunding no Brasil: hoje há mais arrecadação e menos plataformas*, 2015. Disponível em: <<http://projetodraft.com/a-selecao-natural-do-crowdfunding-no-brasil-hoje-ha-mais-arrecadacao-e-menos-plataformas/>>. Acesso em: 14 abr. 2017.

AMARAL, José Romeu Garcia do. *Ensaio sobre o regime jurídico das debêntures*. 2014. 144 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2014.

ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Tradução de Nicolau Nazo. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EQUITY CROWDFUNDING. Disponível em: <<http://equity.org.br/associacao>>. Acesso em: 25 jun. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). *Circular n. 1.273, de 29 de dezembro de 1987*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1987/pdf/circ_1273_v1_o.pdf>. Acesso em: 13 fev. 2017.

BANCO CENTRAL. *Conselho Monetário Nacional*. Resolução n. 3.954, de 24 de fevereiro de 2011. Altera e consolida as normas que dispõem sobre a contratação de correspondentes no País. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2011. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2011&numero=3954>>. Acesso em: 18 fev. 2017.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). Committee on Payment and Settlement Systems. *A glossary of terms used in payment and settlement systems*. 2003. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cpps00b.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2017.

BARNETT, Chance. *Trends show crowdfunding to surpass VC in 2016*. 2015. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016/#5f7dc9ae444b>>. Acesso em: 8 nov. 2016.

BERBERT, Leandro Josias Sathler. O mercado de commercial papers no Brasil. 2010. 50 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2010.

BERISHA-SHAQIRI, Afërdita: impact of information technology and internet in businesses. *Revista Academic Journal of Business, Administration, Law and Social Sciences*, Tirana-Albania, v. 1, p. 73-79, 2015. Disponível em: <<http://iipcl.org/wp-content/uploads/2015/03/Ajbals-73-79.pdf>>. Acesso em: 17 mar. 2017.

BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005.

BÍBLIA SAGRADA. A.T. *Gênesis*. Tradução de João Ferreira de Almeida. Barueri-SP: Sociedade Bíblica do Brasil, 2008. p. 678-686.

BOCATER, Maria Isabel do Prado; CAMACHO, Marília Gama Rodrigues. *Capacidade legal da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil para editar normas e regulamentos, e formas de fazê-las cumprir*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 1988.

BONAVIDES, Paulo. *Do estado liberal ao estado social*. 8. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

BONINI, Andirá Cristina Cassoli Zabin. *A transformação da bolsa de valores: uma análise sobre desafios da regulação do mercado de capitais*. 2009. 59 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2009.

BRADFORD, C. Steven. *Crowdfunding and the federal securities laws*. *Columbia Business Law Review*, New York, v. 2012, n. 1, 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916184>. Acesso em: 11 nov. 2015.

BRADFORD, C. Steven. The new federal *crowdfunding* exemption: promise unfulfilled. *Securities Regulation Law Journal*, v. 40, n. 3, 2012. Disponível em: <<https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/capital-markets/files/Promise%20Unfulfilled.pdf>>. Acesso em: 14 maio 2017.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Processo Administrativo n. RJ2014/6342. COMPLETAR

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei n. 2.862 de 2 de setembro de 2015*. Estabelece diretrizes para a atuação de empresas em investimento coletivo (*crowdfunding*), organizadas em sítio próprio na rede mundial dos computadores – internet, e dá outras providências. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília. 11 set. 2015. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/1385975.pdf>>. Acesso em: 12 jun. 2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei n. 6.322, de 11 de setembro de 2013. Dispõe sobre a emissão de debêntures. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=597101>>. Acesso em: 12 fev. 2015.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei n. 6.590 de 16 de outubro de 2013*. Estabelece diretrizes para a atuação de empresas em investimento coletivo (*crowdfunding*), organizadas em sítio próprio na rede mundial dos computadores - internet, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=597101>>. Acesso em: 24 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Audiência Pública SDM n. 06/2007*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html>. Acesso em 19 jun. 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: 24 jun. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Inquérito Administrativo CVM n. TA/RJ2001/6094*. Distribuição irregular de contratos de investimento coletivo. Dez. 2001. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2836133/mod_resource/content/1/20011213_PAS_RJ20016094.pdf>. Acesso em: 07 mar. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Inquérito Administrativo CVM n. TA/RJ2001/6094*. 2001. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2836133/mod_resource/content/1/20011213_PAS_RJ20016094.pdf>. Acesso em: 27 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM n. 13, de 30 de setembro de 1980*. Dispõe acerca de aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os arts. 82 e 170, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst013consolid.pdf>>. Acesso em: 16 mar. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM n. 296, de 18 de dezembro de 1998*. Dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst296.pdf>>. Acesso em: 17 ma. 2017.

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. 2017. Disponível em: <www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução Normativa CVM n. 400, de 29 de dezembro de 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: 13 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa n. 409/2004*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>>. Acesso em: 13 mar. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa n. 461/2007*. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>>. Acesso em: 18 maio 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa 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 mar. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa n. 483/2010*. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst483consolid.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução Normativa n. 476 de 16 de janeiro de 2009*. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 jan. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em: 13 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa n. 505/2011*. Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst505.html>>. Acesso em: 13 maio 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa n. 554/2014*. Inclui, altera e revoga dispositivos de Instruções Normativas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>>. Acesso em: 15 maio 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução normativa n. 588/2017*. 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. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>. Acesso em: 13 jul. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer CVM/PFE, de 21 de novembro de 2006.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Parecer de Orientação CVM n. 32/2005*. Uso da internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Set. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html>>. Acesso em: 8 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Pesquisa sobre Crowdfunding*. 2015. Disponível em: <<http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2016/01/Relat%C3%B3rio-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Portaria CVM/PTE n. 105/2016*. Institui o Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras da CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2016/PORTARIA105.pdf>>. Acesso em: 16 maio 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2003/12818*. 12 dez. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2004/20041015_RJ200312818.html>. Acesso em: 17 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2014/6342*. 12 ago. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150210_R1/20150210_D9573.html>. Acesso em: 19 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2014/6202*. 2 set. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150210_R1/20150210_D9573.html>. Acesso em: 20 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2005/1160*. 12 dez. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061212_PAS_RJ20051160.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 23/04*. 28 set. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060928_PAS_2304.pdf>. Acesso em 12 jun. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo CVM n. RJ2007/11.593*. 15 jan. 2008. Disponível em: <http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/363669/mod_resource/content/1/Processo%20CVM%20RJ2007-11593%20-%20Rel.%20Marcos%20Pinto.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2005/1160*. Distribuição irregular de valores mobiliários, sem prévio registro na CVM, conforme previsto no art. 19 da Lei n. 6.385/76. 12 dez. 2006. Disponível em: <www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/.../20061212_PAS_RJ20051160.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 23/2004*. 28 set. 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060928_PAS_2304.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo CVM n. RJ2007/11.593* Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto. 2008. Disponível em: <<https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=240631>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Procuradoria Federal Especializada. *Parecer CVM/PFE n. 11/2006*. 16 nov. 2006. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2006/Parecer_011-2006.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Procuradoria Federal Especializada. *Parecer CVM/PFE n. 14/2005*. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer14_2005.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2003/0499*. 28 ago. 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 24 maio 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Voto condutor do julgamento do Processo CVM RJ 2003/0499*. ago. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/4149-0.pdf>>. Acesso em: 24 maio 2017.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. *Resolução n. 3.954/2011*. Altera e consolida as normas que dispõem sobre a contratação de correspondentes no País. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2011 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49450/Res_3954_v1_O.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2017.

BRASIL. 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 jun. 2016.

BRASIL. 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 nº 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, da Lei nº 10.189, de 14 de fevereiro de 2001, da Lei Complementar nº 63, de 11 de janeiro de 1990; e revoga as Leis nº 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 jun. 2016.

BRASIL. Lei Complementar n. 155, de 31 de julho de 2016. Altera a Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional; altera as Leis n. 9.613, de 3 de março de 1998, 12.512, de 14 de outubro de 2011, e 7.998, de 11 de janeiro de 1990; e revoga dispositivo da Lei n. 8.212, de 24 de julho de 1991. *Diário Oficial da União*, Brasília, 28 out. 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp155.htm>. Acesso em: 16 nov. 2016.

BRASIL. Presidência da República Lei n. 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 abr. 1990. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1990/lei-8031-12-abril-1990-375980-norma-pl.html>>. Acesso em: 14 set. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Decreto n. 57.663/1966. Promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d57663.htm>. Acesso em: 19 jun. 2017.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. *Diário Oficial Eletrônico*, Brasília, 16 fev. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm>. Acesso em: 16 set. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o código civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 2 mar. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 2004. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm>. Acesso em: 12 mai. 2017.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 4.595, de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em: 17 jul. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 jul. 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 10 mai. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 556, de 25 de junho de 1850. Código comercial. *Collecção das Leis do Império do Brasil*, Rio de Janeiro, 1850. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L0556-1850.htm>. Acesso em: 26 jun. 2017.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 dez. 1976a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 10 mai. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, 17 dez. 1976b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 10. Mai. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 7.347, de 24 de julho de 1985. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 jul. 1985. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7347orig.htm>. Acesso em: 18 jul. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 7.913, de 7 de dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 dez. 1989. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm>. Acesso em: 19 ago. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Medida Provisória n. 1.637/1998. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 jan. 1998. Disponível em: <<https://presrepublica.jusbrasil.com.br/legislacao/105280/medida-provisoria-1637-98>>. Acesso em: 02 set. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Medida Provisória n. 784, de 7 de junho de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 8 jun. 2017. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5335344&disposition=inline>>. Acesso em: 26 jun. 2017.

BRASIL. Presidência. 2 mar. 2016. 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 nº 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT [...]. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 dez. 2006. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm>. Acesso em: 3 mar. 2016.

BRASIL. Senado Federal. Decreto n. 806, de 26 de julho de 1851. Estabelece regimento para os corretores da Praça do Comércio do Rio de Janeiro. *Collecção das Leis do Império do Brasil*, Rio de Janeiro, 1851. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/legislacao/DetalhaSigen.action?id=389509>>. Acesso em: 26 jun. 2017.

BRASIL. Senado Federal. Lei n. 2.146, de 29 de dezembro de 1953. Manda aplicar aos Corretores, Câmaras Sindicais, Juntas, Bolsas de Mercadorias e Caixas de Liquidação de todo o país, a legislação anteriormente decretada para o Distrito Federal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Rio de Janeiro, Brasília 5 jan. 1954. Disponível em: <<http://legis.senado.gov.br/legislacao/DetalhaSigen.action?id=543923>>. Acesso em: 26 jun. 2017.

BRASIL. Tribunal Superior Eleitoral (TSE). *Consulta 208-87.2014.6.00.0000*, Classe 10, Brasília, Distrito Federal, sessão de 22 de maio de 2014. Relator: Ministro Henrique Neves da Silva Consultante: Jean Wyllys de Matos Santos. Consulta. Arrecadação de recursos. 1. As doações eleitorais, pela internet, somente podem ser realizadas por meio de mecanismo disponível em sítio do candidato, partido ou coligação (Lei 9.504/97, art. 23, § 40, III) [...]. Disponível em: <tse.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/123323679/consulta...df/inteiro-teor-123323680>. Acesso em: 25 maio 2017.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Princípios de finanças corporativas*. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRIGAGÃO, Gustavo. *Tributar crowdfunding gera insegurança jurídica e conflito de competências*. 2016. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2016-dez-07/consultor-tributario-tributacao-crowdfunding-gera-inseguranca-juridica>>. Acesso em: 15 fev. 2017.

BROOTA. *Capte recursos para sua startup*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/empreendedor>>. Acesso em: 12 nov. 2015.

BROOTA. *Como funciona*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/como-funciona>>. Acesso em: 12 set. 2016.

BROOTA. *Invista em startups inovadoras e de impacto*. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

BROOTA. *Manual do investidor: boas práticas de investimento anjo*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/manual-do-investidor/boas-praticas-de-investimento-anjo>>. Acesso em: 5 nov. 2015.

BROOTA. *Manual do investidor: os materiais de captação*. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/manual-do-empreendedor/os-materias-de-captacao>>. Acesso em: 12 nov. 2015.

BROOTA. *Manual do investidor: sua startup no Broota*. Disponível em: <<http://www.broota.com.br/manual-do-empreendedor/sua-startup-no-broota>>. Acesso em: 12 nov. 2015.

BROOTA. *Sindicatos*. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/sindicatos>>. Acesso em: 12 abr. 2017.

BROOTA. *Termos de uso*. 2015. Disponível em: <<https://www.broota.com.br/termos-de-uso>>. Acesso em: 2 set. 2016.

BURKETT, Edan. A crowdfunding exemption? Online investimento crowdfunding and U.S. securities regulation. *The Tennessee Journal of Business Law*, Tennessee, v. 13, p. 63-106, 2011.

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

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Regulação e desenvolvimento no mercado de capitais: estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de direito administrativo*. 25. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CARVALHOS, Isabel Maria de Moura Anjinho Marques dos. *A Ordem do Santo Sepulcro de Jerusalém 1103–2005*. 2006. Disponível em: <<https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/31087/1/A%20Ordem%20do%20Santo%20Sepulcro.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2017.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 196, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CENCI, Ana Righi; BEDIN, Gabriel de Lima; FISCHER, Ricardo Santi. Do liberalismo ao intervencionismo: o Estado como protagonista da (des)regulação

econômica. *Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional*, Curitiba, n. 4, p. 77-97, jan./jun. 2011.

COASE, Ronald. The problem of social cost. *The journal of law and economics*. Vol. 3, 1960, p. 01-44.

CÓDIGO de Direito Canônico. Promulgado por S. S. o Papa João Paulo II. Versão portuguesa. 4. ed. rev. Lisboa: Conferência Episcopal Portuguesa; Braga: Editorial Apostolado da Oração, 1983. Disponível em: <http://www.vatican.va/archive/cod-iuris-canonici/portuguese/codex-iuris-canonici_po.pdf>. Acesso em: 18 set. 2016.

COFFEE JR.; John C. Do norms matter?: a cross-country examination of the private benefits of control. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 183, 2001. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967482>. Acesso em: 24 out. 2016.

COFFEE JR.; John C. Law and the market: the impact of enforcement. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 304, 2007. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967482>. Acesso em 22 out. 2016.

COFFEE, JR, John C. Gone with the wind: Small IPOs, the JOBS Act, and Reality. *New York Law Journal on January*, n. 17, 2013. Disponível em: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/02/01/gone-with-the-wind-small-ipos-the-jobs-act-and-reality/> Acesso em: 06 de julho de 2017.

COHN, Stuart R. The new *crowdfunding* registration exemption: good idea, bad execution. *Florida Law Review*, Forthcoming, 2012. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2066016>. Acesso em: 9 nov. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *CVM regulamenta crowdfunding de investimento*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170713-2.html>>. Acesso em: 22 jun. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Edital de Audiência Pública CVM 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*). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Pesquisa sobre crowdfunding*. Disponível em: <<http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2016/01/Relat%C3%B3rio-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf>>. Acesso em 14 jun. 2017.

COSTA, Naiara Lauriene Souza; RIBEIRO, Gilmar Horta; BRASIL, Deilton Ribeiro. Código de manu: principais aspectos. *Athenas Revista de Direito, Política e Filosofia*. Vol. 2, ano III, ago.-dez., p. 88-94, 2014.

DAVIES, Glyn. *A history of Money: from ancient times to the present day*. Cardiff: University of Wales Press, 2002.

DAVIES, Glyn. *History of money: from ancient times to the present day*. Cardiff: University of Wales Press, 2002. Disponível em: <http://library.uniteddiversity.coop/Money_and_Economics/A_History_of_Money-From_Ancient_Times_to_the_Present_Day.pdf>. Acesso em: 13 set. 2016.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Discricionariedade administrativa na Constituição de 1988*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

DIAS, José Francisco de Assis. *Dízimo: fé comprometida: análise canônico-pastoral do sistema dízimo*. Sarandi: Humanitas Vivens. 2009. Disponível em: <<http://www.humanitasvivens.com.br/livro/cad32198f88e22d.pdf>>. Acesso em: 8 jan. 2017.

DOCUSIGN. Disponível em: <<https://www.docuSign.com.br/>>. Acesso em: 30 set. 2016.

DOLABELLA, Alessandra Pereira; SANTOS, Marisa Goulart Matias dos. *Empresário: do exercício da profissão de empresário por pessoa natural*. 2015. Disponível em: <https://www2.direito.ufmg.br/ensinododireitoempresarial/?page_id=62>. Acesso em: 24 jan. 2017.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2006. 96 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: WALD. Arnoldo; GONÇALVES. Fernando; CASTRO. Moema A. S.; FREITAS. Bernardo Vianna; CARVALHO. Mário T. M.. (Org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais no Brasil: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EMERY, Rafaela de Souza. *Ofertas de investimento no setor hoteleiro*. 2015. 110 f. Monografia (Bacharel em Direito) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/27272/27272.PDF>>. Acesso em: 12 set. 2016.

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

EQSEED. *Aviso de risco*. Disponível em: <<https://eqseed.com/aviso-risco>>. Acesso

em: 28 set. 2016.

EQSEED. Disponível em: <<https://eqseed.com/br>>. Acesso em: 28 set. 2016.

EQSEED. *Faq*. Disponível em: <<https://eqseed.com/faq>>. Acesso em: 28 set. 2016.

EQSEED. *Termos de serviço*. Disponível em: <<https://eqseed.com/br/termos-servico>>. Acesso em: 28 set. 2016.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. *Case SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp*, nov. 1943. Disponível em: <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/>>. Acesso em: 23 maio 2017.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. *Case SEC v. W. J. Howey Co.*, maio 1946. Disponível em: <<http://www.casebriefs.com/blog/law/securities-regulation/securities-regulation-keyed-to-coffee/definitions-of-security-and-exempted-securities/securities-and-exchange-commission-v-w-j-howey-co/>>. Acesso em: 11 fev. 2016.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*. 2012. Disponível em: <<https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>>. Acesso em: 10 fev. 2016.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. *SEC Enters Cease and Desist Order in connection with Online Campaign to Buy Beer Company*, 2011. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-122.htm>>. Acesso em: 16 maio 2017.

EUROPEAN COMMISSION. *Communication on crowdfunding in the European Union: frequently asked questions*. Bruxelas, 2014. Disponível em: <http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-240_en.htm>. Acesso em: 23 maio 2017.

FERNANDES, Edilson C. *Debêntures das sociedades limitadas*. 2010. Disponível em: <<https://cfc.jusbrasil.com.br/noticias/2176641/debentures-das-sociedades-limitadas>>. Acesso em: 15 set. 2016.

FERNANDES, Fátima Regina. *Cruzadas na Idade Média*. São Paulo: Contexto, 2006. Disponível em: <https://www.academia.edu/4082611/Cruzadas_na_Idade_M%C3%A9dia>. Acesso em: 12 jan. 2017.

FERNANDES, Priscila Gonçalves. *O direito e a internet: comércio eletrônico*. 2012. 23 f. Monografia (Conclusão de Curso de Pós-Graduação *Lato Sensu*) – Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2012. Disponível em: <http://www.emerj.tjrj.jus.br/paginas/trabalhos_conclusao/1semestre2012/trabalhos_12012/priscilagoncalvesfernandes.pdf>. Acesso em: 12 abr. 2017.

FINK, Andrew C. *Protecting the crowd and raising capital through the Jobs Act*. 2012. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2046051>. Acesso em: 10 nov. 2015.

FISHER, Eran. *Media and new capitalism in the digital age*. Estados Unidos: Palgrave Macmillan, 2010. Disponível em: <<https://link.springer.com/content/pdf/bfm%3A978-0-230-10606-2%2F1.pdf>>. Acesso em: 4 jan. 2017.

FRANCO, Julio Damazio de Barroso. A auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. 2008. 66 f. Monografia (Conclusão do Curso de Direito) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/12009/12009.PDF>>. Acesso em: 28 set. 2016.

FREEDMAN, David M.; NUTTING, Matthew R. *A brief history of crowdfunding including rewards, donation, debt, and equity platforms in the USA*. 2015. Disponível em: <<http://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf>>. Acesso em: 13 maio 2016.

GOLDBERG, Daniel Krepel. A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42. n. 129, p. 73-82, jan./mar., 2003.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GOMES, Orlando. *Teoria geral dos contratos*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GRAU, Eros. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 14. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2010.

GUIMARÃES, Bernardo Strobel. *Da regulação como função de direito administrativo*. 2007. 159 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2134/tde-25022008-155225>. Acesso em: 18 maio 2017.

HAZEN, Thomas Lee. *Crowdfunding or fraudfunding? Social Networks and the securities laws: why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure*. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1954040>>. Acesso em: 18 maio 2017.

HEMER, Joaquin. *A snapshot on crowdfunding*. Working Papers firms and regions. Karlsruhe: Fraunhofer Institut für System-und Innovationsforschung, 2011. Disponível em: <<http://www.legalefiscal.it/wp-content/uploads/2016/09/StudioCrowfundig.pdf>>. Acesso em: 13 fev. 2017.

HEMINWAY, Joan MacLeod. Investor and market protection in the crowdfunding era: disclosing to and for the “Crowd”. *Vermont Law Review*, v. 38, n. 827, University of Tennessee Legal Studies Research, paper n. 241, 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2435757>>. Acesso em: 10 maio 2017.

HERTOG, Johan Den. *Review of economic theories of regulation*. Utrecht School of Economics. Discussion paper series 10-18, dez. 2010. Disponível em:

<https://www.uu.nl/sites/default/files/rebo_use_dp_2010_10-18.pdf>. Acesso em: 10 maio 2017.

HOWE, Jeff. *Crowdsourcing – Why the Power of the Crowd is Driving the Future of Business*. New York. Three Rivers Press. 2008.

HU, Ying. Regulation of equity *crowdfunding* in Singapore. *Singapore Journal of Legal Studies*, p. 46-76, 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2816222>. Acesso em: 7 mai. 2017.

HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. 4. ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2005.

INGRAM, Claire; TEIGLAND, Robin. *Crowdfunding among IT entrepreneurs in Sweden: a qualitative study of the funding ecosystem and IT entrepreneurs' adoption of Crowdfunding* Stockholm School of Economics. Jun. 2013. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2289134>. Acesso em: 29 ago. 2016.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and principles of securities regulation*, Maio 2003. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2017.

JAKOBI, Karin Bergit. *A atuação da CVM na regulação do mercado de capitais e na consagração do full disclosure, sob o enfoque da análise econômica do direito*. 2011. 163 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Jurídicas, Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

JOSKOW, Paul L.; NOLL, Roger C. Regulation in theory and practice: an overview. National Bureau of Economic Research. *The MIT Press*. 1981. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c11429.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2016.

KRUGER, Perle; BELAID, Assia. *The regulation of crowd-funding in Europe*. Montpellie: Centre du Droit de L'Enterprise, University of Montpellier, 2014.

LAIDLER, David; SANDILANDS, Roger. *Harvard, the Chicago tradition and the quantity theory: a reply to James Ahiakpor*. Ontario: Western Department of Economics Research Report Series. The University of Western Ontario, 2010. Disponível em: <http://economics.uwo.ca/people/laidler_docs/wp2010_4.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2016.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de *security* no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 14, ano XIII, p. 41-60, 1974.

LÉVY, Pierre. *A inteligência coletiva: por uma antropologia do ciberespaço*. São Paulo: Loyola, 1998.

MACHADO, Sylvio Marcondes. Direito mercantil e atividade negocial no projeto de código civil. In: _____. *Questões de direito mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1977.

MAFUD, Pedro Darahem. Racionalidade econômica e aspectos jurídicos dos derivativos: uma análise jurisprudencial. 2014. 268 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MARTIN, Kirsten E. *Privacy revisited: from Lady Godiva's Peeping Tom to Facebook's Beacon Program*. George Washington University School of Business. 2010. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1668075>. Acesso em: 12 mar. 2017.

MARTIN, Thomas A. *The JOBS Act of 2012: balancing fundamental securities law principles with the demands of the crowd*. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2040953>>. Acesso em: 23 jun. 2017.

MARTINS, Norberto Montani; SILVA, Pedro Miguel Bento Pereira da. *Funcionalidade dos sistemas financeiros e o financiamento a pequenas e médias empresas: o caso do crowdfunding*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>>. Acesso em: 17 jun. 2017.

MASAGÃO, Roberto Penteadó. *O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: condohotel*. São Paulo: Ícone, 2004.

MASSOLUTION. *Massolution crowdfunding report*, 2015. Disponível em: <http://reports.crowdsourcing.org/?route=product/product&product_id=52>. Acesso em: 20 fev. 2016.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. A natureza jurídica das atividades das bolsas de valores. *Revista de Administração de Empresas*, Rio de Janeiro, n. 26, p. 5-15, jun./mar. 1986.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 59, jul./set. 1985.

MEDAUAR, Odete. Regulação e auto-regulação. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 228, abr./jun., p. 123-128, 2002.

MELITO, Adolfo Menezes. *BA economia criativa e crowdsourcing*, 2013. Disponível em: <http://www.bmaiscompet.com.br/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=45343&conta=45>. Acesso em: 22 jul. 2016.

MELLO, Patricia Alencar Silva; MENDES, Leilani Dian. *Equity crowdfunding: solução de investimento para constituição de pequenas e médias empresas?* In: CONPEDI; UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA. (Org.). *Direito Empresarial I*. João Pessoa: CONPEDI, 2014. v. 1, p. 1-435. Disponível em: <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=cddda763c373ae05>>. Acesso em: 20 out. 2016. Correia Júnior, José Barros; Lima, R. B.; Silva, P. C. Direito Empresarial 1.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1997.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Contrato preliminar no direito empresarial: estrutura, função, validade e eficácia*. São Paulo. Disponível em: <http://www.socejur.com.br/artigos/contrato_preliminar.doc>. Acesso em: 2 set. 2016.

NADER, Paulo. *Introdução ao estudo do direito*. 32ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

NASSER, Camila. *Contrato de investimento: o título de dívida conversível*. 2016. Disponível em: <<https://broota.zendesk.com/hc/pt-br/articles/217572267-Contrato-de-Investimento-O-T%C3%ADtulo-de-D%C3%ADvida-Convers%C3%ADvel>>. Acesso em: 15 dez. 2015.

NEVES, Rubia Carneiro. Os limites da autonomia privada na regulação dos negócios. In: FIÚZA, César; NEVES, Rubia Carneiro (Org.). *Iniciativa privada e negócios*. Belo Horizonte: Del Rey, 2012.

NEVES, Rubia Carneiro; ANJOS JÚNIOR, Edson Aires. Atualização jurídica da negociação eletrônica de créditos no Brasil. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, v. 10, n. 1, jun. 2016. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pgbcb/201606/revista_pgbc_v10_n1_jun_2016.pdf>. Acesso em: 17 maio 2017.

NODA, Margareth. Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários. 2010. 92 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

NOGUEIRA, Danilo. *Equity*: palavra enjoada. 2007. Disponível em: <<http://tradutor-profissional.blogspot.com.br/2007/01/equity-palavra-enjoada.html>>. Acesso em: 23 set. 2016.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia*. 3. ed. São Paulo: RT, 2001.

PAIVA, Rafael Bianchini Abreu. *Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos*. 2015. 274 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

PANIAGUA, José Maria Rodríguez. *Ley y derecho*. Madri: Tecnos, 1976.

PARSONT, Jason W. Crowdfunding: the real and the illusory exemption. *Harvard Business Law Review*, Harvard, v. 4, p. 281-343, 2014.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

POTENZA, Guilherme Perez; OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz de. Regulando a inovação: o *crowdfunding* e o empreendedorismo brasileiro. *Revista de Direito Empresarial*, Belo Horizonte, v. 15, p. 69-107, 2016. Disponível em:

<<https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=964133>>. Acesso em: 18 maio 2017.

RAÓ, Vicente. *O direito e a vida dos direitos*. 6. ed. São Paulo: RT, 2004.

REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

RIBEIRO, Leonardo Ferres da Silva. Compromisso de compra e venda: constitui-se, ou não, em contrato preliminar?. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 92, n. 814, p. 44–62, ago. 2003. Disponível em: <<http://www.silvaribeiro.com.br/artigos/artigo5.pdf>>. Acesso em: 18 fev. 2017.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 108, p. 101, 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros, 2008.

SANTOS, Bruno Lintz dos. Debêntures conversíveis: a falta de disciplina legal quanto aos direitos dos debenturistas nos casos de reorganizações societárias. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, p. 215-242, 2012.

SANTOS, Cleidiane Alves. *Natureza jurídica dos contratos no mercado de futuros*. 2011. 96 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2011.

SANTOS, Theóphilo de Azeredo. *O commercial paper na experiência americana: papel comercial*. Rio de Janeiro, 1980.

SARNO, Paula Marina. *A criação da CVM e a regulação do mercado de capitais no Brasil: 1976/1986*. 197 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

SCHWARTZ, Andrew. Crowdfunding Securities. *Notre Dame Law Review*, 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2279175>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). *Enters cease and desist order in connection with Online Campaign to Buy Beer Company*, 2011. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-122.htm>>. Acesso em: 16 maio 2017.

SECURITIES and Exchange Commission v. W. J. Howey Co. 328 U.S. 293, 66 S. Ct. 1100, 90 L. Ed. 1244, 1946 U.S. LEXIS 3159, 163 A.L.R. 1043 (U.S. May 27, 1946) Brief Fact. Disponível em: <<http://www.casebriefs.com/blog/law/securities-regulation/securities-regulation-keyed-to-coffee/definitions-of-security-and-exempted-securities/securities-and-exchange-commission-v-w-j-howey-co/>>. Acesso em: 12 set. 2016.

SEIXAS, Renato. *Contratos preliminares*. 2003. Disponível em: <<https://renatoseixas.files.wordpress.com/2009/06/contratos-preliminares-v-3.pdf>>. Acesso em: 16 fev. 2017.

SHLEIFER, Andrei. Understanding regulation. *European Financial Management*, v. 11, n. 4, p. 439-451, 2005.

SIDOU, J. M. Othon. *Os tributos no curso da história: dimensão jurídica do tributo: homenagem ao Professor Djalma de Campos*. São Paulo: Meio Jurídico, 2003.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. São Paulo: Atlas, 2002.

SILVA, Plínio Marcos de Sousa. Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores. 2008. 165 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de Ribeirão Preto. Ribeirão Preto, 2008.

SIMÃO, José Fernando. Natureza jurídica do dízimo e da doação: aparente semelhança, mas grandes e insuperáveis diferenças. *Revista do Instituto de Direito Brasileiro (RIDB)*, Ano 2, n. 9, p. 10.357-10.386, 2013. Disponível em: <http://www.cidp.pt/publicacoes/revistas/ridb/2013/09/2013_09_10357_10386.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2017.

SOARES, Mário Lúcio Quintão. *Teoria do Estado: novos paradigmas em face da globalização*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Função regulatória. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE)*, Salvador, n. 13, mar/abr., 2008. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com.br/redae.asp>>. Acesso em: 3 mar. 2017.

STARTMEUP. *Conectando investidores a empresas inovadoras*. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/sobre>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

STARTMEUP. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/landing/empreendedor>>. Acesso em: 25 nov. 2015.

STIGLER, George J. The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, n. 1, p. 3-21, 1971. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3003160>>. Acesso em: 14 abr. 2017.

SZTAJN, Rachel. Notas sobre o conceito de empresário e empresa no código civil brasileiro. *Revista Pensar*, Fortaleza, v. 11, 2006. Disponível em: <<http://periodicos.unifor.br/rpen/article/viewFile/791/1651>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

TAIWAN. Taipei Exchange Commission. *GISA Regulation*. Disponível em: <<http://eng.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=FL072102&ModifyDate=1050310&Hit=1>>. Acesso em: 24 jun. 2017.

TAX WORLD. *A History of Taxation*. 2006. Disponível em: <<http://www.taxworld.org/History/TaxHistory.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2017.

TELES, Giovanna Filomena Silveira. *O direito de arrependimento nos contratos bancários eletrônicos de mútuo feneratício*, 2014. Disponível em: <<http://www.mcampos.br/u/201503/giovannafilomenasilveiratelesodireitodearrependimentonoscontratos.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2017.

TRAEGER, Heather L.; KASSINGER, Theodore W.; KAUFMAN, Zachary D. Democratizing entrepreneurship: an overview of the past, present, and future of crowdfunding. *Bloomberg BNA Securities Regulation & Law Report*. v. 45, n. 5, p. 208-217, fev. 2013.

TSAI, Chang-hsien. Legal transplantation or legal innovation? Equity-Crowdfunding Regulation in Taiwan after the U.S. JOBS Act. National Tsing Hua University. *Boston University International Law Journal*, v. 34, n. 2, 2016. Disponível em: <http://works.bepress.com/chang-hsien_tsai/2/>. Acesso em: 6 jun. 2017.

UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. *Crowdfunding in the EU: exploring the added value of potential EU action*. Consultation Document. 2013. Disponível em: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm>. Acesso em: 2 fev. 2017.

UNIÃO EUROPEIA. Parlamento Europeu. *Directiva n. 2004/39/CE relativa aos mercados de instrumentos financeiros*, abr. 2004. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex:32004L0039>>. Acesso em: 19 abr. 2017.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. Milano: Vallardi, 1922. v. 1.

WALD, Arnaldo. *Direito civil: direito das coisas*. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4.

WEINSTEIN, Ross S. Crowdfunding in the U.S. and abroad: what to expect when you're expecting. *Cornell International Law Journal*, v. 46, p. 427-453, 2013.

WERNEK, Bruno Dário. A auto-regulação da atividade econômica no Brasil. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella, *Direito regulatório: temas polêmicos*. Belo Horizonte: Fórum, 2004.

WILLIAMSON, James J. The Jobs Act and middle-income investors: why it doesn't go far enough. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 122, n. 7, p. 2.069-2.080, 2013. Disponível em: <<http://www.yalelawjournal.org/comment/the-jobs-act-and-middle-income-investors-why-it-doesnt-go-far-enough>>. Acesso em: 12 abr. 2017.

YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da comissão de valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 34, p. 198-218, out./dez. 2006. Disponível em: <<https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=497759>>. Acesso em: 12 abr. 2017.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YING, Hu. Regulation of equity crowdfunding in Singapore. *Singapore Journal of Legal Studies*, p. 46-76, 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2816222>. Acesso em: 07 maio 2017.

ZHANG, Tao; YIP, Christine; WANG, Ge; ZHANG, Qin. *China crowdfunding report*.
China Impact Fund, out. 2014.