

INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* E *CROWDFUNDING* NO BRASIL

Filipe Casellato Scabora

Doutorando e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP)
Bacharel em Ciências Contábeis pela FEAR-USP
e em Direito pela Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (UNESP)
Advogado, professor e empreendedor
e-mail: filipecasellato@psaa.com.br
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3760-9146>

Flávio Felipe Pereira Vieira dos Santos

Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP-USP)
Graduando em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP)
Consultor Tributário
e-mail: flavio.felipe.santos@alumni.usp.br
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5557-7841>

Luiz Felipe Coser Guarnieri

Mestrando em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP)
Bacharel em Ciências Econômicas pela FEAR-USP
Especialista em investimentos e empreendedor
e-mail: luizfguarnieri@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2319-9529>

Recebido em: 16/12/2020

Aprovado em: 10/06/2021

RESUMO

A necessidade das *startups* de alavancagem de investimentos para o desenvolvimento de seus projetos fomentou a criação de uma nova modalidade de empresas voltadas para a captação de recursos e de financiamento coletivo, denominado *crowdfunding*. O *crowdfunding* pode ser do tipo doação, recompensa, empréstimo e investimento, os dois últimos são os mais usuais, porquanto trazem benefícios tanto para os empreendedores quanto para os mutuários e investidores, ao se traduzirem em lucros. Para disciplinar as diversas modalidades desse instituto no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil (BACEN) editaram normativas regulatórias, a fim de tornar esse novo mercado em ascensão mais transparente, seguro e eficiente. O artigo se propõe a analisar as formas de investimento disponíveis para as *startups* nos diversos momentos do seu ciclo de negócios, e, sobretudo, a disciplinarização das normativas do BACEN e da CVM para os *crowdfundings* do tipo empréstimo e de investimento, destacando as vantagens e pontos críticos dessas modalidades para os investidores e empreendedores,

limitações estruturais da legislação pertinente e o impacto desse tipo de plataforma virtual para o desenvolvimento de *startups* no país, por meio da exposição de dados e estatísticas descritivas relativamente às empresas existentes no país.

Palavras-chave: *crowdfunding*; economia de partilha; *startup*.

STARTUP'S INVESTMENTS AND CROWDFUNDING IN BRAZIL

ABSTRACT

The financial investments required from startups to the development of its projects stimulated the emergence of a new type of companies directed to raise funds in collective manners called crowdfunding. The crowdfunding may be the donation, reward, loan or investment type, the last two being the most usual, once bring benefits to entrepreneurs, borrowers and investors, resulting in profits. To discipline all these arrangements in Brazil, the Securities Commission (CVM) and the Central Bank (BACEN) edited normative rules to regulate this arising market in order to bring more transparency, safety and efficiency. This paper analyses the most common investments available to startups in its lifecycles and mostly the regulations enacted by CVM and BACEN on the loan and investment crowdfunding procedures, detailing its benefits and critical points to investors and entrepreneurs, structural limitations of the applicable legislation and the impacts of this sort of virtual platform to the development of startups in the country, through data exposition and statistics from this existing companies' type.

Keywords: crowdfunding; startup; investments.

1 INTRODUÇÃO

A evolução das *startups* está intimamente relacionada ao desenvolvimento da internet, diante do impetuoso progresso tecnológico trazido por ela a partir da segunda metade da década de 1990 e início do século XXI. Trata-se de empresas em estágio inicial de desenvolvimento, com modelo de organização informal ou inexistente, e cujo objeto social é a venda de um serviço tido como inovador – ou, ao menos, comercializado de uma forma inovadora – e, justamente por isso, podem ter consequências disruptivas para seu mercado de atuação (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 19).

Não é surpresa, portanto, que as *startups* tenham se desenvolvido tanto quanto a internet se tornou um instrumento revolucionário (AZEVEDO, 2016, p. 15), de remodelação de procedimentos cotidianos em todos os campos da vida humana.

A despeito de seu caráter inovador – ou, talvez, justamente em razão da radicalidade de

suas propostas – as *startups* têm sua gênese em um estado de significativo controle de gastos e custos (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 22), de modo que o financiamento de suas operações depende, inicialmente, senão dos recursos de seus fundadores, das contribuições de familiares e/ou amigos que confiem no sucesso da ideia; a captação de fundos, recursos e/ou investimentos representam um dos grandes desafios do empreendedor à luz do regramento atual existente no País, pouco regulamentado, daí a necessidade de melhor investigar as formas de investimento à disposição dos investidores e empreendedores.

2 STARTUPS E FORMATOS DE INVESTIMENTO

Os investimentos característicos das *startups* em seu estágio inicial são de volume mais modesto, podendo ser do tipo *bootstrapping* ou *love money* – também chamado *FFF* (*Founders, Family and Friends*). O *bootstrapping* (“alça de bota”, em uma tradução literal) é o investimento interno, isto é, os recursos utilizados pelos próprios sócios fundadores da empresa para o financiamento imediato do objeto social da *startup* (YE, 2017, p. 55). O *love money*, por sua vez, é o investimento dos familiares e/ou amigos dos fundadores e pessoas próximas a eles, também com a mesma finalidade de financiamento inicial, mas, geralmente, sem uma perspectiva de retorno do investimento ou de vantagens auferidas.

Em tendo razoável sucesso em seu empreendimento, a *startup* demandará maior capitalização para desenvolver seu projeto, de modo que os recursos dos fundadores e seus afetos não serão mais suficientes. Nesse contexto, a figura do “investidor-anjo” surge como uma nova fonte de financiamento: trata-se de pessoa física ou jurídica especializada em *startups* que considere promissoras e que, em troca de participação nos lucros futuros ou aquisição societária, aplica capital na empresa selecionada (MACHADO, 2015, p. 44-47). Para além do financiamento, o investidor-anjo também atua como conselheiro informal da *startup*, embora não haja uma vinculação formal entre sua mentoria e as diretrizes da empresa.

No Brasil, o investidor-anjo tem suas atividades reguladas pela Lei Complementar nº. 123/2006 (Estatuto da Microempresa – ME – e da Empresa de Pequeno Porte – EPP), alterada pela Lei Complementar nº. 155/2016. Em suma, esses diplomas legais determinam que as Microempresas e Empresas de Pequeno Porte poderão receber aporte de capital, o qual não

integrará seu capital social e nem será considerado como receita para fins fiscais, por pessoa física ou jurídica, inclusive fundos de investimento (investidor-anjo), de modo a incentivar a inovação e os investimentos produtivos (artigo 61-A).

A legislação destaca que o investidor-anjo não será considerado sócio, nem exercerá atividades de gerência, possuirá prerrogativa de voto na administração, ou tampouco responderá pelo passivo da companhia, inclusive para fins de desconsideração da personalidade jurídica, será remunerado por seus aportes no prazo máximo de cinco anos, e em percentual não superior a 50% dos lucros da sociedade. Os investimentos são regularizados por meio de “contrato de participação” (art. 61-A, § 1º), com vigência máxima de sete anos (BRASIL, 2006).

A ausência de responsabilização pelo passivo da companhia torna atraente o investimento em *startups* pelo investidor anjo. No entanto, a limitação da vigência do contrato de participação a um período relativamente curto, pode tornar inviáveis os investimentos em projetos de médio-longo e de longo prazo, o que pode acarretar no inadimplemento e até mesmo na rescisão do contrato de participação, com aplicação de multas contratuais, o que limita o investidor-anjo a projetos de curto/médio prazo, sob pena de assumir risco excessivo.

Ao mesmo tempo, a *startup* deverá remunerar o investidor-anjo no prazo máximo de cinco anos, o que nem sempre é possível, uma vez que, nos empreendimentos desse gênero, a incerteza é sempre uma constante e os imprevistos são mais comuns justamente em razão do caráter inovador de suas propostas (FEIGELSON; NYBØ; FONSECA, 2018, p. 29).

O financiamento da *startup* por meio do investidor anjo não impede a fruição dos benefícios tributários do Simples Nacional pela receptora, porém algumas controvérsias tributárias permanecem no que tange ao investidor: muito embora o aporte não se confunda com o capital social, o investidor anjo é remunerado em função dos lucros da investida, contudo, tal remuneração não é equiparada ao recebimento de dividendos e, portanto, não faz jus à isenção prevista no artigo 10 da Lei nº. 9.249/1995, sofrendo retenção do imposto de renda na fonte, conforme Instrução Normativa RFB nº. 1.719/17, à alíquota regressiva de 22,5% até 15%, a depender do prazo.

Também se questiona a possibilidade de conversão do aporte do investidor anjo em capital social da investida – o que aproximaria a modalidade de uma espécie de mútuo conversível –, uma vez que se assegura ao investidor a preferência no caso de alienação da empresa ou o direito de venda conjunta (*tag along*), hipótese na qual o investidor-anjo sujeitar-se-ia à tributação pelo ganho

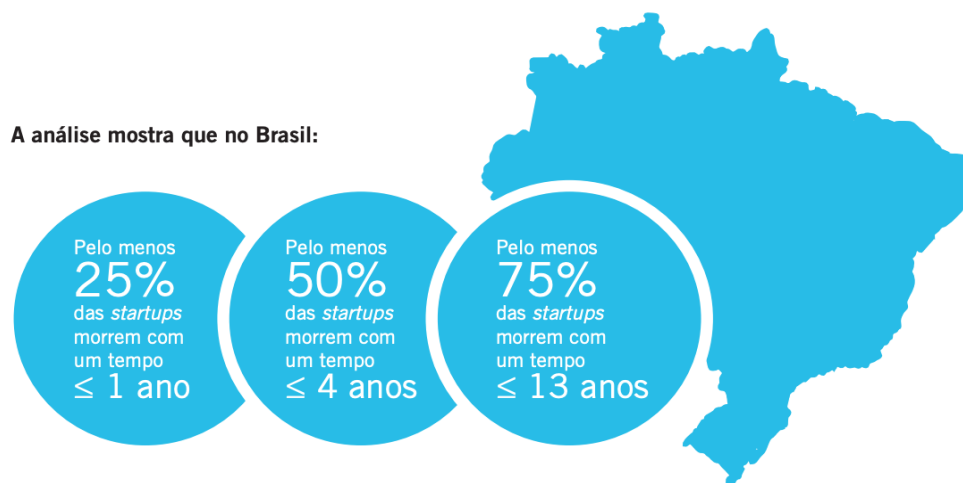
de capital sobre a diferença entre o valor investido e o valor da venda (ou conversão, se admitida), diferindo, contudo, a alíquota aplicável a depender da natureza do investidor (se pessoa física, jurídica ou fundo de investimento).

Dessa forma, para as *startups* em estágio inicial de desenvolvimento, o financiamento se restringe, essencialmente, ao capital dos fundadores, seus familiares e amigos e, quando muito, de terceiros (investidores-anjo). Para aquelas em que a empreitada já obteve razoável sucesso, novas formas de investimento mais tradicionais – e de análise de crédito mais reticente – são possíveis, a exemplo dos fundos de investimento em participações, os chamados fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*.

Entre as etapas de *fundraising* a partir do capital próprios ou de parentes e amigos (FFF – *Founders, Family and Friends*) juntamente com os investidores-anjo e o aporte via fundos de capital de risco, há o estágio de *Seed Money*, que caracteriza uma das etapas mais difíceis de financiamento para a *startup*. Isso se dá pelo fato de que, no início da empresa, o volume de capital necessário para a *startup* iniciar seu MVP (*Minimum Viable Product*), testá-lo junto aos *early adopters* (primeiros clientes) e mensurar sua aderência ao mercado, mesmo que ainda reduzido, é pequeno.

Porém, se o projeto inicial for bem sucedido, a necessidade de capital aumenta, embora a *startup* ainda não possua o *track record* (histórico comercial) necessário para ser procurada pelos fundos de capital de risco, eis que seu produto ou serviço ainda está em processo de testagem (*Product Market Fit*). Nesse caso, é criado um interregno entre o aporte FFF e o aporte via fundos de capital de risco, pois o volume financeiro necessário nessa etapa já é grande para o nível de investidor-anjo, porém, pequeno demais para os fundos, além de a própria empresa ainda estar se amadurecendo enquanto negócio, ideia e profissionalização, fazendo com que a etapa de *Seed Money* seja uma das mais vitais para a *startup* continuar operando.

De acordo com Vanessa Silva Nogueira e Carlos Alberto Arruda de Oliveira (2015), pelo menos 25% das *startups* encerram suas operações em menos de um ano de operação. Além disso, pelo menos 50% delas morrem em um período de até quatro anos. Esse fato apenas evidencia que o período mais crucial para a maioria das *startups* se dá entre o período de utilização do capital próprio, de amigos, familiares mais investidores anjo e o período da entrada de fundos de capital de risco.

Figura 1 – Análise das razões de encerramento de *startups* no Brasil

Fonte: Relatório Causas da mortalidade das *startups* brasileiras (NOGUEIRA; OLIVEIRA, 2015).

No caso destes últimos, o aporte realizado por meio de fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* acontece em um estágio mais avançado da empresa, após a validação de seu modelo negócio, é o capital recebido pela empresa é utilizado para aumentar seu crescimento e sua escala, uma vez que seu produto ou serviço já foi aceito pelo mercado após o processo de *Product Market Fit*.

Em continuidade ao aporte de fundos de investimento de capital de risco, uma outra forma de financiamento de *startups* se dá pelas ofertas públicas de ações (IPO, na sigla em inglês – *Initial Public Offering*). Essa etapa caracteriza o estágio mais avançado que essas empresas podem chegar, no qual o risco é menor e o empreendimento já se mostra lucrativo, promissor e virtualmente certo de seu sucesso.

Além disso, os IPO formalizam a possibilidade de desinvestimento de fundos de *Venture Capital* ou *Private Equity* do capital social da companhia, seja ele parcial ou total, uma vez que os fundos já realizaram mudanças significativas na empresa e obtiveram sucesso na gestão e performance do negócio ao longo dos anos que estiveram sócios. Essa alternativa que existe de saída dos fundos de capital de risco por meio do mercado de capitais é bastante relevante para o amadurecimento das *startups*, pois esses investidores realizam um aporte relevante de recursos na empresa, buscando aperfeiçoar sua governança, gestão, processos e resultados, mantendo-se de

quatro a sete anos como sócios.

Uma vez alcançados esses objetivos, é necessário que haja um ambiente favorável ao desinvestimento desses fundos para que, ao mesmo tempo, eles monetizem o trabalho dispendido ao longo dos anos no processo de melhoria dos negócios, embolsando os lucros provenientes da empreitada, e possibilitando que os recursos da venda de tais participações possam ser direcionados para financiar novos negócios.

No que tange ainda aos fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*, de maneira geral, quando uma empresa desenvolve um programa que visa captação externa via fundos de capital de risco, este possui a missão estratégica de ajudar a desenvolver os negócios da companhia, ajudando a identificar ideias ou tecnologias, desenvolver produtos, processos e identificar novos mercados. Os CVC (*Corporate Venture Capital*) podem ser vistos também como uma forma de “*Open Innovation*”, isto é, a busca por ideias, projetos e tecnologias produzidas por pequenas e médias empresas exteriores à organização. Mesmo os negócios que não tenham sucesso poderiam oferecer à empresa importantes efeitos de aprendizado sobre o mercado, tecnologia e desenvolvimento da organização (BACKHOLM, 1999, p. 9).

Assim, quando a *startup* já desenvolveu e testou seu produto e possui um mercado, as rodadas de *Venture Capital* agregam recursos financeiros, intelectuais e de gestão e profissionalização para o desenvolvimento (*scale up*), utilizando estratégias, como as citadas abaixo:

Figura 2 – Estratégias de desenvolvimento de *startups*

Objetivos	Conceito
Estratégia de Crescimento	Investimento em novos negócios para estimular a demanda, alavancar tecnologias subutilizadas e promover as tecnologias da empresa investidora.
Acesso a Novos Mercados	Investimento para desenvolver novos produtos e tecnologias.
Ampliação da Cadeia de Valor (Desenvolvimento do Ecossistema)	A empresa investidora busca desenvolver novos negócios ligados a sua rede de fornecedores, clientes, agentes, distribuidores e franqueados.
Expansão do Escopo de Operações e Conhecimento da Firma	O investimento em novos negócios permite que empresa investidora amplie as operações da empresa.
Aplicação de Novas Ideias e Forma de Inovação	O CVC representa uma possibilidade de investimento de uma ideia surgida internamente à empresa que difere da sua atividade principal e que leve à exploração de novos produtos.
Desenvolvimento de Novas Capacidades Dentro da Corporação (Instrumento de Inovação Radical)	A empresa desenvolve programas de CVC para desenvolver tecnologias radicais para substituir linhas de produtos e acessar novos nichos de mercado.
Obtenção de Ganhos Financeiros	A empresa atua como investidor privado buscando retornos financeiros atrativos, através do investimento em novos negócios para vendê-los posteriormente.
Aprender Sobre Novos Produtos e Serviços	Por meio do CVC, a empresa busca acessar e aprender com tecnologias radicais e sobre campos emergentes.
Alternativa ao Negócio Principal	Empresas que atuam em setores de crescimento lento buscam novos negócios não relacionados com sua atividade principal, como oportunidades de crescimento.
Diversificação do Risco	A estratégia de CVC representa uma das alternativas para o desenvolvimento de produtos, que envolve riscos elevados.
Promoção da Imagem da Empresa Junto ao Mercado e Investidores	Por meio de um CVC, é possível que a empresa alavanque ativos intangíveis como a marca da empresa investidora, transmitindo a seus <i>shareholders</i> a capacidade de gerar ganhos.
Geração de Novo Negócio a partir de Competências e Processos Internos	A empresa desenvolve um novo negócio a partir de atividades de P&D, por exemplo, acelerando o seu <i>"go to market"</i> .

Fonte: Relatório Corporate Venture Capital, 2014.

Nada obstante, em razão do alto risco envolvido nesses empreendimentos, e apesar das alternativas de *Venture Capital* e *Private Equity* (afetas à fases mais desenvolvidas do negócio), nos estágios iniciais, em que a necessidade de recursos é, talvez, ainda mais premente, a capitalização dificilmente se dá por meio das fontes tradicionais de crédito, tais como bancos e instituições financeiras e, muitas vezes, o *bootstrapping* ou *love money* não são suficientes para assegurar a viabilidade do negócio até que a empresa consiga acessar as ditas fontes de crédito e/ou financiamento mais tradicionais.

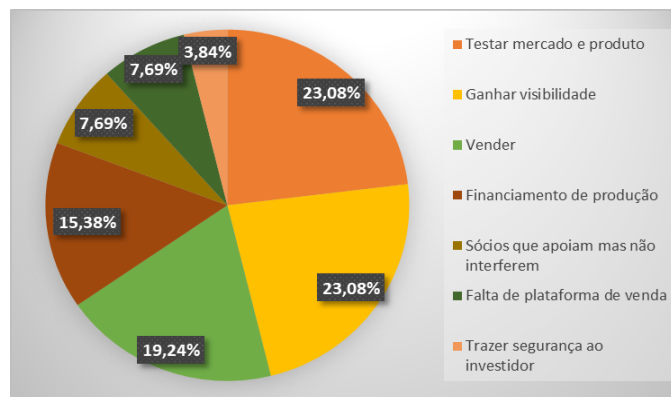
Nesse contexto é que se desenvolveu o *crowdfunding*: plataformas *online* de investimento multilateral que viabilizam a captação de recursos por diversos investidores individuais para determinado empreendimento, em troca de remuneração ou benefícios associados ao projeto (UTTEMPERGHER; MACHADO, 2015, p. 38).

O *crowdfunding* populariza-se em razão da facilitação do contato entre empreendimentos inovadores e investidores interessados em financiá-los em torno de um investimento em comum que julguem primoroso, e atendendo aos interesses dos empreendedores de *startups*, que acessa

diversas fontes de financiamento de terceiros em um mesmo local e, a ao mesmo tempo, divulgam suas ideias e promovem sua inserção no mercado.

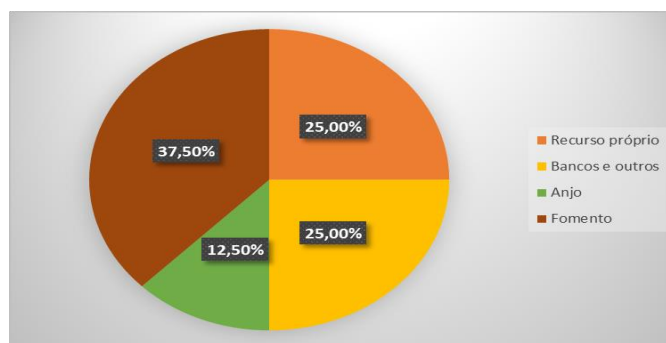
Luciano Santos Cardoso (2018, p. 74) apresenta os principais motivos para utilização do *crowdfunding* no país, são eles: visibilidade, testagem do mercado e do produto, e venda, esta que pode ser entendida enquanto intuito de lucro, a partir da comercialização. Esses três aspectos respondem por mais de 62% das motivações apontadas pelos sócios de *startups* para utilização de *crowdfunding* no Brasil, o que permite concluir que esse tipo de plataforma é encarado como uma “versão de testes” do produto.

Gráfico 1 – Motivos para usar o *crowdfunding*



Fonte: adaptado de CARDOSO, 2018, p. 74.

A pesquisa do autor (CARDOSO, 2018, p. 71) contou com uma abordagem empírico-qualitativa envolvendo entrevistas com os sócios de seis *startups* brasileiras de *crowdfunding* – de diversas modalidades –, também demonstrou que o *crowdfunding* não costuma ser a primeira opção de captação das empresas brasileiras, que inicialmente se concentram em opções mais tradicionais como o *bootstrapping* ou *love money*:

Gráfico 2 – Financiamentos utilizados antes do *crowdfunding*

Fonte: adaptado de CARDOSO, 2018, p. 71.

A CVM, por meio da Instrução nº. 588/2017 e da Resolução nº. 04/2020, e o BACEN, mediante a Resolução nº. 4.656/2018, disciplinaram de forma detalhada o *crowdfunding* e suas plataformas, sobretudo aqueles do tipo investimento e empréstimo, conceituando-as na ordem jurídica brasileira, estabelecendo direitos, deveres e condições para sua existência e atuação, a fim de proteger investidores e empreendedores, bem como para limitar as hipóteses de fraude, inadimplência e omissão das partes envolvidas.

3 NORMATIZAÇÃO DO CROWDFUNDING NO BRASIL

O *crowdfunding* pode ser definido em até quatro tipos de modalidades, de acordo com o retorno oferecido aos investidores, quais sejam: doação, recompensas, empréstimo e investimento (HASSEM, 2020, p. 17).

Nas modalidades de doação e recompensas os investidores contribuem com o projeto, ou porque consideram a causa importante - ainda que sem expectativa de retorno do valor aplicado, tampouco de lucros - ou porque desejam receber a recompensa, que costuma ser um produto ou serviço oferecido pela *startup*.

O *crowdfunding* de empréstimo se traduz no mútuo de dinheiro de uma pessoa para terceiro (empresa ou pessoa física), com o intuito de ganho financeiro sobre a operação, e o risco de inadimplência é do investidor (HASSEM, 2020, p. 33). Um dos atrativos dessa modalidade de *crowdfunding* é a possibilidade de empréstimo sem a intermediação de instituição financeira, nos termos do artigo 7º da Resolução nº. 4.656/2018 do BACEN, que define as plataformas de

crowdfunding de empréstimo como Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP).

As SEP devem ser, necessariamente, sociedades anônimas, com capital social mínimo de R\$ 1 milhão – o equivalente a cerca de € 157.473, em valores de agosto/2020 - e devem contar com autorização do BACEN para sua atuação; também não retém riscos de crédito e não podem oferecer garantias sobre as operações (artigo 10) e tem como obrigações a divulgação do índice de inadimplência da carteira gerida, de projeções de fluxo de caixa, da taxa de juros, de tributos, tarifas, seguros e outras despesas.

Por tratar-se de investimento de risco, o BACEN determina que o valor máximo individual de empréstimo é de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais) – o equivalente a aproximadamente € 2.200,00 em agosto/2020 – por operação contratada entre um mesmo credor e devedor, intermediada por uma mesma SEP.

A limitação de empréstimo por SEP revela-se pouco atrativa para *startups* e investidores, porquanto, acaso um investidor tenha interesse em financiar de forma mais extensa uma empresa, não será possível pela mesma SEP.

O *crowdfunding* do tipo financiamento, por sua vez, é disciplinado pela Instrução nº. 588/2017 da CVM, e aplica-se exclusivamente às EPP, tendo definido o conceito de *crowdfunding* de investimento da seguinte forma:

crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução.

Por sua vez, as empresas de *crowdfunding* de investimento, chamadas de “plataforma eletrônica de investimento participativo”, são conceituadas como:

peessoa 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.

As EPP, noutro giro, apresentam definição diferente daquela dada pela Lei Complementar

nº. 123/2006. Enquanto esta determina que as EPP têm como receita bruta anual montante entre R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e R\$ 4.000.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais), a Instrução nº. 588/2017 aumenta esse teto para R\$ 10.000.000,00 (dez milhões):

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.

O aumento desse limite se demonstra bastante vantajoso, porquanto mais do que dobra a receita bruta anual prevista na Lei Complementar nº. 123/06, ao menos para fins de captação via *crowdfunding*.

As ME e EPP representam 98,5% do total de empresas privadas ativas no Brasil, e respondem por 27% do PIB nacional, em dados de 2018 (SEBRAE, 2018). Disso se extrai que a Instrução nº. 588/2018 da CVM se aplica à ampla maioria das empresas privadas brasileiras e, certamente, aquelas mais carentes de acesso aos mercados tradicionais de investimento e financiamento, como aqueles obtidos junto aos bancos e fundos de investimento.

Outra conceituação que a Instrução nº. 588/2018 da CVM traz é a diferenciação entre *crowdfunding* de investimento e os de doação ou de recompensa, de modo que, quando tratar-se dessas duas últimas, ou quando o retorno do capital recebido se der por meio de bens e serviços, os investimentos não serão considerados como oferta pública de valores mobiliários (artigo 2º, § 1º).

Em outras palavras, as modalidades de *crowdfunding* de recompensa e de doação não podem ser objeto das plataformas eletrônicas de investimento participativo autorizadas pela CVM, embora tal prática seja comum por meio de outras plataformas privadas no País.

A Instrução CVM nº. 588/2017 ainda determina que as empresas de *crowdfunding* de investimento ficam dispensadas de registro junto à CVM quando o valor máximo de captação não ultrapassar cinco milhões de reais em prazo não superior a cento e oitenta dias.

De forma semelhante à Resolução nº. 4.656/2018 do BACEN, em qua há limitação de quinze mil reais ao investidor para um mesmo devedor em cada SEP, o montante total aplicado por investidor em situação de dispensa de registro fica limitado a dez mil reais por ano-calendário, exceto nos casos de investidor líder ou de investidor cuja renda bruta anual seja superior a cem mil

reais, quando o limite anual mencionado pode ser ampliado em até 10% no mesmo período (artigo 4º).

O investidor líder é aquele que representa um conjunto de outros investidores, apresentando uma tese de investimento pessoal, com as devidas justificativas para tanto (artigo 35, §1º). Nesse sentido, deve realizar investimento de recursos próprios na EPP de pelo menos 5% do valor mínimo de captação na oferta pública, e nos mesmos termos dos demais investidores apoiadores (artigo 36, inciso II).

A Instrução nº. 588/2012 da CVM ainda inclui uma série de proteções ao investidor e ao empreendedor, a exemplo de prazo de sete dias para arrependimento sem cominação de multas para o investidor, determinação expressa de devolução do dinheiro investido senão for atingida a meta mínima do projeto e para que o montante investido seja depositado no prazo de cinco dias direta e unicamente na conta corrente especificada pela empresa empreendedora, não podendo ser transacionado de outras formas.

Demais medidas de proteção incluem a determinação para que os recursos captados não possam ser utilizados para fusão, incorporação de ações e aquisição de participações em outras sociedades, a fim de evitar o desvio de finalidade e restrição de participação, na condição de administradores da plataforma e investidores líderes, de partes condenadas por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, lavagem de direito e outros crimes empresariais e contra a ordem econômica.

As plataformas virtuais de *crowdfunding*, por sua vez, devem guardar máxima diligência, transparência e boa-fé em sua atuação, divulgando eventuais conflitos de interesse nas informações essenciais da oferta, podendo ser responsabilizadas pela sua falta ou omissão.

A plataforma de *crowdfunding* de investimento e o investidor líder podem divulgar a oferta pública com dispensa de registro por meio de página na internet, desde que não o façam por meio de publicidade e veiculem apenas a informação referente à existência da oferta e o redirecionamento eletrônico para as demais informações essenciais.

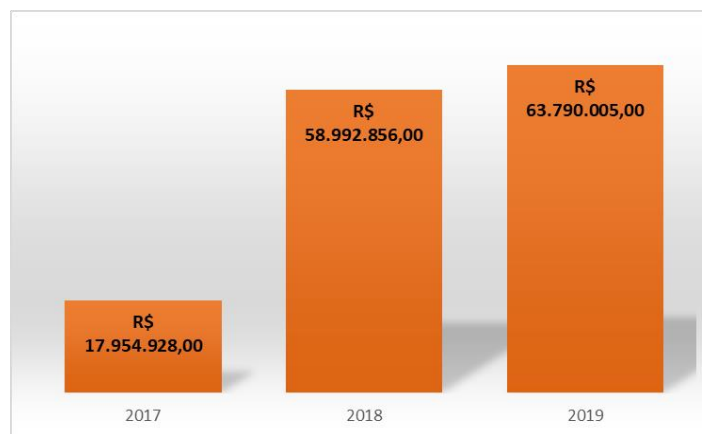
Ademais, é livre a divulgação por meio de eventos, contatos e encontros, presenciais ou virtuais, desde que observadas as determinações retro e não haja confirmação de investimento em local distinto daquele da plataforma virtual, e a comunicação possa ser verificada pela CVM.

Alina Hassem (2020), verificou a existência de dezenove plataformas autorizadas pela

CVM a operar no mercado brasileiro como *crowdfunding* de investimentos, todos com registro entre 2018 e 2019. Os dados revelam o quanto essa modalidade de captação de investimentos é recente no país e compõe um mercado ainda pouco explorado pelos empreendedores brasileiros, porém em franco crescimento.

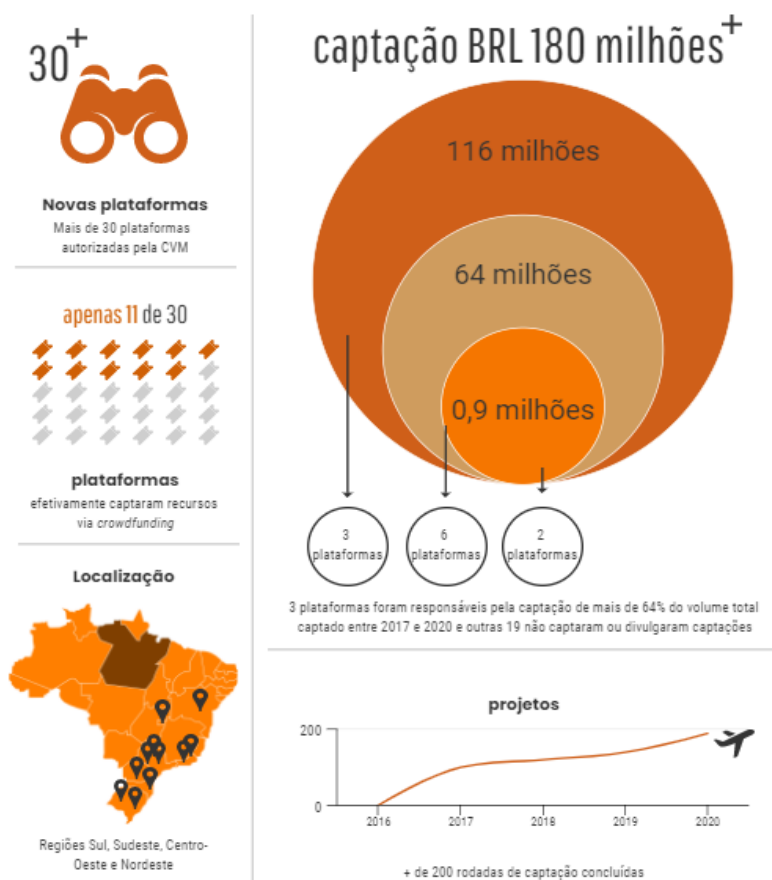
De acordo com informações da própria CVM mediante o Relatório de Evolução do Mercado de Crowdfunding de Investimento, em sua edição de 2019 notou-se que o volume captado entre 2017 e 2019 ultrapassou os R\$ 140 milhões de reais:

Gráfico 3 – Volume captado em *crowdfunding*



Fonte: adaptado do Relatório de Evolução do Mercado de *Crowdfunding* de Investimento (CVM, 2019).

Dados mais atualizados coletados pelos autores do presente artigo até o primeiro semestre de 2020 reforçam a expansão da modalidade de captação no país:

Figura 3 – Panorama atual do *crowdfunding* no Brasil

Fonte: elaborado pelos autores a partir dos dados da CVM.

Como se observa na FIG. 3, ao menos trinta plataformas já haviam sido registradas, e realizadas mais de duzentas rodadas de captação e levantado um volume total de recursos superior a R\$ 180 milhões de reais – aproximadamente € 28.6 milhões em valores de agosto de 2020 - por meio de onze plataformas diferentes, com sede principalmente nas regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste do país – as três maiores plataformas foram responsáveis por captar mais de R\$ 116 milhões ou aproximadamente 2/3 do volume total movimentado.

Em 2019, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) – Organização Internacional de Valores Mobiliários – publicou o relatório ‘*An Infant Industry Growing Fast*’ (“uma indústria jovem crescendo rápido” em uma tradução livre dos autores), apontando os principais riscos dos *crowfundings* de investimento, com destaque para o risco de inadimplência, falência da plataforma, fraude, ataque cibernético e falta de transparência (KIRBY; WORNET,

2014).

A despeito disso, a Instrução nº. 588/2017 da CVM parece fornecer uma proteção legítima tanto aos investidores, quanto aos empreendedores, e até à sociedade como um todo ao disciplinar as empresas de *crowdfunding* de investimentos, sem limitar de forma excessiva a autonomia privada e as relações contratuais, além de trazer um sólido amparo legal para sua atuação, sobretudo ao especificar deveres de transparência¹, diligência e instituir parâmetros de participação – a ausência de condenação por crimes contra a ordem econômica, por exemplo.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O modelo de investimento tradicional do Brasil passa pela análise e histórico de crédito realizada por bancos e outras instituições financeiras. Trata-se de um modelo pouco acessível às pequenas empresas, seja pelo baixo valor de financiamento, seja pelas taxas de juros impostas por essas instituições para obtenção de empréstimos. A situação se mostra ainda mais complexa no caso das *startups*, que, por excelência, apresentam produtos e propostas de comercialização disruptivas, e, portanto, com maiores incertezas acerca de seu sucesso.

A despeito de outras formas de financiamento e investimento – angariando capital, a partir dos próprios rendimentos ou de parentes e amigos (FFF – *Founders, Family and Friends*), por exemplo – essas dificilmente se mostram suficientes para o desenvolvimento do objeto da *startup*, sobretudo se esta alcança razoável sucesso, o que aumenta, ainda mais, a demanda por financiamento.

Nesse contexto, o *crowdfunding* se desenvolve enquanto plataforma de investimento coletivo, online, multilateral e facilitado, o que viabiliza captação de recursos mais extensiva e permite alcançar maior gama de investidores individuais, atraídos pela perspectiva de um negócio

¹ A fiscalização e atuação das autoridades regulatórias, em especial da CVM, também tem se mostrado importante para garantir a segurança dos investidores: no último mês de junho a CVM emitiu uma *stop order* quanto ao possível funcionamento anormal de umas das principais plataformas de *crowdfunding* do país, proibindo a plataforma de “realizar ofertas de investimento diferentes daquelas autorizadas pela Instrução CVM 588 no ambiente do site dedicado exclusivamente à sua atividade como plataforma eletrônica de investimento participativo” e “veicular as ofertas associadas à Instrução CVM 588 ou utilizar a logomarca da CVM em ambiente que não seja exclusivamente dedicado à sua atividade como plataforma eletrônica de investimento participativo”, sob pena de multa diária de R\$ 50 mil reais. Também recentemente, no mês de setembro, outra plataforma teve a suspensão de ofertas públicas determinada pela CVM em razão de supostas irregularidades.

com o condão de alterar as estruturas do mercado em determinado setor.

A perspectiva de um financiamento coletivo – e não mais centrado em grandes instituições financeiras, portanto – por si só se apresenta enquanto uma ideia arrouba para o mercado. Antes, dependentes de uma análise bastante favorável de bancos e semelhantes e, ainda, submetidos ao pagamento de taxas de juros elevadas em contrapartida ao investimento, empresários podem se valer das plataformas de *crowdfunding* para dar visibilidade à sua ideia, testar a receptividade de seu produto no mercado e angariar um financiamento longe das contraprestações e da burocracia bancária.

De modo a garantir a segurança jurídica e financeira tanto das plataformas de *crowdfunding* quanto dos investidores e terceiros nesse contexto, a CVM e o BACEN disciplinaram de forma mais detalhada essas relações, traçando direitos, deveres e condições para atuação, com o intuito último de limitar as hipóteses de fraude, inadimplência e omissão das partes envolvidas, mas mantendo a maior flexibilidade que é mais típica dessas formas de investimento.

A iniciativa parece ter obtido resultado, porquanto o volume de recursos captados via *crowdfunding* cresceu mais de 280% entre 2017 e 2019, saltando de pouco menos de R\$ 18 milhões para mais de R\$ 63 milhões (Gráfico 3). No mesmo período, o número de investidores cresceu 716%, de 1.099 para 8.966 (CVM, 2019).

Apesar desses atrativos e de um crescimento considerável, o *crowdfunding* não é a primeira opção para os empresários, conforme Cardoso (2018, p. 74) detalhou em seu trabalho, estes ainda optam, ao menos em um primeiro momento, por opções mais tradicionais, como o *bootstrapping*, *love money* e até mesmo financiamento bancário.

Outro dado interessante também revelado por Cardoso (2018, p. 71) é que as plataformas de *crowdfunding* ainda são vistas mais como uma “versão de testes” para o produto ou serviço comercializado, do que, precipuamente, como uma plataforma para obtenção de *investimentos*. Isso se denota das razões apontados pelos sócios de *startups* para usar o *crowdfunding*, entre os quais se destacam “ganhar visibilidade” (23,07%), “testar mercado e produto” (23,07%) e “vender” (19,23%). O financiamento e produção apenas aparecem em quarto lugar, com 15,38% dos empresários apontado este enquanto motivo para utilização do *crowdfunding*.

Gabriel Domingues Justo (2015, p. 26), ao analisar a taxa de sobrevivência de campanhas na plataforma Catarse (*crowdfunding* de apoio a autores, editoras e livrarias), estimou que a

probabilidade de um projeto não atingir a meta em uma plataforma de *crowdfunding* é de 90,1% nos primeiros vinte dias, mas que essa taxa diminui para 71% passados trinta e nove dias. Isso revela o quão difícil é alcançar êxito no levantamento de investimentos, mas também pode apontar que uma boa ideia, quando recebe o financiamento adequado, tem mais probabilidade de alcançar êxito.

A análise desses dados aponta que a difusão do modelo de investimentos via *crowdfunding* ainda é incipiente no Brasil, o que, ao mesmo tempo, revela grande espaço para crescimento, sobretudo em um contexto de crise econômica em que as formas tradicionais de crédito se tornam ainda mais inacessíveis.

Outro ponto a ser considerado é que, diferentemente de outras plataformas típicas da economia criativa, o *crowdfunding* já é disciplinado de forma detalhada pela legislação brasileira, o que afasta possíveis alegações de que sua existência seria anômala ao direito nacional, o que atrapalharia a sua inserção e manutenção no mercado – situação cujo exemplo mais conhecido é a Uber, em que a legislação nacional dos países varia entre o reconhecimento e disciplinarização de suas atividades e a proibição total.

Nessa perspectiva, embora o *crowdfunding* enquanto modelo de investimento no Brasil ainda esteja em seus primeiros avanços, suas perspectivas de crescimento, em um cenário de remodelação dos mercados puxada pela economia criativa, de crise econômica e amparo jurídico e legal para sua existência e regulação no Brasil, são promissoras, já havendo alcançado significativo volume de investidores e empresários nos últimos anos, e com expectativas de maior crescimento no futuro.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Júlio Cesar da Rocha Germano. Inovação, startups e o direito. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBØ, Erik Fontenele (coord.). **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá, 2016.

BACKHOLM, Ari. **Corporate Venturing**: an overview. Institute of Strategy and International Business, Department of Industrial Engineering and Management. Working paper series. Helsinki: Helsinki University of Technology, 1991. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.4320&rep=rep1&type=pdf>.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução nº. 4.656/2018**: Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições. Disponível em: https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/12378952/do1-2018-04-30-resolucao-n-4-656-de-26-de-abril-de-2018-12378948#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20sociedade%20de,para%20funcionamento%2C%20transfer%C3%Aancia%20de%20controle.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 588**. 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 nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Número de investidores em *crowdfunding* cresce após regulamentação**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190429-1.html>.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Crowdfunding de investimento: Evolução do Mercado - 2019**. Disponível em: <https://mail.google.com/mail/u/0/#inbox/FMfcgxwJWrbccMcjkkCBKzXrDljtCBzm?projector=1&messagePartId=0.1>.

CARDOSO, Luciana Santos. **Inovação e *Crowdfunding*: um estudo sobre *startups***. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação)-Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2018. Disponível em: <http://tede.mackenzie.br/jspui/bitstream/tede/3638/5/LUCIANO%20SANTOS%20CARDOSO.pdf>.

FEIGELSON, Bruno; NYBØ, Erik Fontenele; FONSECA, Victor. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018.

HASSEM, Alina. ***Crowdfunding de investimento para viabilização de novos negócios no Brasil***. 2020. Dissertação (Mestrado)-Universidade Federal de São Carlos, 2020. Disponível em: <https://repositorio.ufscar.br/bitstream/handle/ufscar/12230/Hassem%2c%20Alina.pdf?sequence=2&isAllowed=y>.

INVESTIMENTOS, Inseed; INOVAÇÃO, Inventta Estratégia. **Corporate Venture Capital**. Relatório, 2014. Disponível em: <https://inseedinvestimentos.com.br/wp-content/uploads/2018/02/corporateventuringestudo-160816041710-1.pdf>.

JUSTO, Gabriel Domingues. **Crowdfunding no Brasil**. 2015. Dissertação (Mestrado)- Universidade Federal de Pernambuco, 2015. Disponível em: <https://repositorio.ufpe.br/bitstream/123456789/17082/1/dissertacao.pdf>.

KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane. **Crowd-funding: an infant industry growing fast**. Disponível em: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-IndustryGrowing-Fast.pdf>.

MACHADO, Fabio Gimenez. **Investidor anjo: uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups**. 2015. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-17112015-114041/publico/FabioGimenezMachado.pdf>.

NOGUEIRA, Vanessa Silva; OLIVEIRA, Carlos Alberto Arruda de. Causas da mortalidade das *startups* brasileiras. 2015. **Revista Dom**, Nova Lima, v. 9, n. 25, p. 26-33, nov./fev. 2014/2015. Disponível em: <https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29767>.

SEBRAE. **Perfil das Microempresas e Empresa de Pequeno Porte**. SEBRAE, 2018. Disponível em: <https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/RO/Anexos/Perfil%20das%20ME%20e%20EPP%20-%202004%202018.pdf>.

SIQUEIRA, Érica; DINIZ, Eduardo. Equity Crowdfunding no Brasil: características dessa modalidade de Investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. SEMEAD - SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 2017. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Erica_Siqueira/publication/323014007_EQUITY_CROWDFUNDING_NO_BRASIL_CHARACTERISTICAS_DESSA_MODALIDADE_DE_INVESTIMENTOS_NOVOS_ASPECTOS_REGULATORIOS_E_O_PERFIL_DO_INVESTIDOR/links/5a8c7b9ea6fcc786eafd5c6/EQUITY-CROWDFUNDING-NO-BRASIL-CARACTERISTICAS-DESSA-MODALIDADE-DE-INVESTIMENTOS-NOVOS-ASPECTOS-REGULATORIOS-E-O-PERFIL-DO-INVESTIDOR.pdf.

UTTEMPERGHER; Rafael; MACHADO, Luiz. Análise do *Crowdfunding* no empreendedorismo brasileiro: características e tendência. **South American Development Society Journal**, v. 1, n. 3, 2015. Disponível em: <http://www.sadsj.org/index.php/revista/article/view/21/20>.

YE, Qian. Bootstrapping and New-Born Startups Performance: The Role of Foudning Team Human Capital. **Global Journal of Entrepreneurship**, v. 1, n. 2, 2017. Disponível em: https://www.igbr.org/wp-content/uploads/articles/GJE_Vol_1_No_2_2017-pgs-53-71.pdf.