FUNDAÇÃO GETULIO VAGAS

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

CRISTINA TAUAF RIBEIRO

O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL:

Uma análise do processo regulatório e seus efeitos

SÃO PAULO

2021

CRISTINA TAUAF RIBEIRO

O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL:

Uma análise do processo regulatório e seus efeitos

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas como requisito para a obtenção do título de Doutora em Administração Pública e Governo

Campo de conhecimento: Transformações do Estado e Políticas Públicas

Orientador: Prof. Dr. Lauro Emílio Gonzalez Farias

SÃO PAULO

2021

Ribeiro, Cristina Tauaf.

O desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil: uma análise do processo regulatório e seus efeitos / Cristina Tauaf Ribeiro. - 2021.

206 f.

Orientador: Lauro Gonzalez.

Tese (doutorado CDAPG) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Crowdfunding. 2. Investimentos - Regulamentação. 3. Financiamento. 4. Administração pública - Brasil. I. Gonzalez, Lauro. II. Tese (doutorado CDAPG) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 35(81)

Ficha Catalográfica elaborada por: Isabele Oliveira dos Santos Garcia CRB SP-010191/O
Biblioteca Karl A. Boedecker da Fundação Getulio Vargas - SP

CRISTINA TAUAF RIBEIRO

O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL:

Uma análise do processo regulatório e seus efeitos

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas como requisito para a obtenção do título de Doutora em Administração Pública e Governo

Campo de conhecimento: Transformações do Estado e Políticas Públicas

Data de aprovação: 06/04/2021

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Lauro Emilio Gonzalez Farias (Orientador)
FGV-EASP

Prof. Dr. Eduardo Henrique Diniz
FGV-EAESP

Profa. Dra. Tania Pereira Christopoulos
Convidada Externa

Dr. João Batista Fraga
Convidado Externo

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, à FGV, CAPES, Comissão Fulbright e Anbima pelo apoio financeiro que tornou possível minha dedicação ao doutorado.

Agradeço ao meu orientador, Professor Lauro Gonzalez, por sua confiança, pronta ajuda nos momentos críticos e sugestões ao trabalho, e aos professores coordenadores do curso, Mario Aquino Alves e José Antonio Puppim, pela compreensão. Agradeço a todos os professores do programa de pós graduação em Administração Pública e Governo com quem tive a honra de aprender, em especial à Professora Maria Rita Loureiro e ao Professor Bresser Pereira, inspiradores em seu entusiasmo e amor à profissão. Agradeço também a todos os funcionários, principalmente à Andressa, Pamela, Lidiane e Katia, sempre muito atenciosas e eficientes, e ao Tiago Corbisier, que me ajudou a não desistir.

À Professora Tania Christopoulos, meu agradecimento por ter aceitado o convite para participar da banca de defesa, mesmo sem me conhecer, e pela leitura tão cuidadosa que resultou em valiosos comentários. Ao João Fraga, muito obrigada por ter me incentivado, anos atrás, a encarar essa empreitada, e por ter trazido à banca de defesa, seus vastos conhecimentos e experiências de mercado de capitais. Ao Professor Eduardo Diniz, agradeço pelos questionamentos e recomendações, tanto na banca de qualificação como na de defesa. E, ao Professor Wesley Mendes, também sou grata pelas sugestões e indicações bibliográficas na banca de qualificação. Todos contribuíram enormemente para o aprimoramento deste trabalho, sendo de minha inteira responsabilidade as muitas imperfeições ainda existentes.

Agradeço à Verônica Santana, pela inestimável ajuda com a modelagem econométrica e por ser a melhor companhia que eu poderia ter nos tempos de Columbia University. Ao César Faria, amigo de longa data, agradeço por ter me apresentado ao tema que inspirou essa tese. E ao Marcos Costa, meu agradecimento pelos atenciosos comentários e dicas sobre a análise quantitativa.

Agradeço aos colegas de turma da FGV, com quem tive o prazer de dividir as alegrias, dificuldades e ansiedades durante estes últimos anos. Em especial, à Emília Nascimento, Natasha Borali, Filomena Siqueira, Morgana Krieger, Mariel Deak, André Nogueira, Dalton Cusciano, Iuri Pitta, Fernanda Castro, Claudia Acosta, Patricia Alencar, Tulio Martins, Luiz Francisco, e, em especialíssimo, às mais do que queridas amigas Ligia Zagato e Maria Laura Coutinho, que me ajudaram a enfrentar os momentos mais caóticos.

Ao Gustavo Azenha, agradeço por ter me recebido na Columbia University, e ao Esteban Andrade e Fernando Moura, pelo suporte administrativo. Aos colegas de sanduíche,

Frederico Marinho, Michael França, Julia Araujo, André Castro, Breno Ross, Danilo, Fernandes, Diego Crescentino e Roberta Avillez, um agradecimento por terem tornado tudo mais leve. Agradeço também aos amigos radicados em Nova York, Adriana Daiuto, Ivy Moraes, Mari Mattos e Bernardo Oliveira, que foram pontos de apoio muito importantes sempre que precisei, assim como os dois nova-iorquinos de espírito brasileiro que tive a sorte de conhecer, Julie e Brennan. E não poderia deixar de agradecer aos amigos do DDRA Fulbright, turma divertida e parceira.

Agradeço de todo o coração aos meus amigos de sempre, por tanto carinho e apoio, Mauricio Gomes, Cristiane Quinta, Cristiana Pereira, Lucy Pamboukdjian, Ana Maria Dias, Ana Luiza Spinola, Matheus Machado, Sérgio Cerqueira, Leticia Bittencourt, Melissa França e meus primos, Claudia Neves, Zé Vilhora e Katia Ribeiro.

Agradeço aos meus novos colegas de trabalho, da Ade Sampa, que me receberam de braços abertos, aos meus chefes Frederico Celentano e Leonardo Santos, pela compreensão na reta final deste trabalho, e às companheirinhas que fazem tudo ficar mais fácil, Alessandra Brayn e Marisol Corteletti.

E, claro, não poderia faltar um agradecimento enorme para o grupo de amigas incríveis, que me fortalecem e me acolhem (mas também puxam orelha), Silvia Abud, Vanessa Dinis, Marilia Merli, Camila Faria, Yana Tassis, Veronica Consolim, Luciana Abud, Verônica Downey, Mari Mattos, Malu Garcia, Laura Barros e Ligia Zagato – a culpada de tudo.

Agradeço ao meu pai, por cuidar tão bem da minha mãe, por sempre me apoiar e me ajudar em tudo que estiver ao seu alcance, e à minha mãe, que dedicou a vida a cuidar da nossa família.

Ao fim e ao cabo, valeu a pena. Porque, como disse Hemingway, mais do que a própria guerra, o que importa é quem está ao nosso lado nas trincheiras.

Live as if you were to die tomorrow. Learn as if you were to live forever.
Mahatma Gandhi

The crisis consists precisely in the fact that the old is dying and the new cannot be born; in this interregnum a great variety of morbid symptoms appear.
Antonio Gramsci

RESUMO

De modo a contribuir para maior compreensão do papel regulatório da administração pública como um vetor de desenvolvimento para o país, o presente trabalho analisa quais foram os fatores motivadores e caminhos norteadores para a adoção de um marco regulatório do *crowdfunding* de investimento, bem como os efeitos de sua implementação para o desenvolvimento deste mercado no Brasil. Para tanto, são analisados os objetivos do regulador na escolha de regular a referida matéria, as possíveis falhas e virtudes na condução do processo regulatório e a efetividade da regulação para o atingimento de benefícios mais amplos, como a ampliação da funcionalidade dos mercados no financiamento do empreendedorismo. Após analisar como o surgimento e difusão do *crowdfunding* de investimento se deu, em resposta ao racionamento de crédito e à tradicional dificuldade de empresas de menor porte e *startups* de obterem financiamento de longo prazo em diferentes contextos, apresenta-se uma análise robusta desse processo no âmbito brasileiro. Para tanto, adotam-se métodos mistos de pesquisa para analisar os dados de mercado e o material coletado em entrevistas realizadas com representantes das plataformas brasileiras que participaram da transição do ambiente regido por uma regulação inespecífica para a implementação do marco regulatório atual. O arcabouço teórico sobre regulação pela ótica de diferentes escolas da economia foi utilizado para guiar uma análise crítica do processo regulatório e da norma. O equilíbrio alcançado pelo regulador entre restrições e liberdades é corroborado pelos depoimentos coletados. A análise quantitativa, por sua vez, também apontou para a influência positiva da regulação nos aumentos sucessivos no volume captado via *crowdfunding* de investimento após a implementação da regulação específica. Entre as fragilidades detectadas, a proibição de organização de um mercado secundário foi a mais patente, dado seu efeito comprometedor e limitante na expansão das ofertas a longo prazo.

Palavras-chave: *Crowdfunding* de investimento; Regulação; Financiamento; Plataformas.

ABSTRACT

This dissertation aims to contribute to a better understanding of the regulatory role of public administration in the promotion of national economic development. To do so, the present work analyses what motivated and guided the adoption of a regulatory framework for investment crowdfunding, as well as the effects implementation for the development of this market in Brazil. This includes investigating the goals of the regulatory authority in choosing to regulate it; the potential failures and positive results associated with this process; and the effectiveness of regulation to achieve broader benefits, such as the expansion of the functionality of the markets in financing entrepreneurship. After showing how the emergence and diffusion of investment crowdfunding occurred in response to credit rationing and the traditional difficulties faced by relatively small companies and start-ups to obtain long-term financing, a robust analysis of this process is presented in Brazilian scope. To this end, mixed research methods are adopted to analyze both quantitative data and qualitative material collected in interviews with representatives of Brazilian platforms. These interviewees were part of the transition from an erratic regulatory environment to one organized by a regulatory framework. The theoretical framework on regulation from the perspective of different schools of economics was used to guide a critical analysis of the regulatory process. The qualitative analysis highlights that, on the one hand, the balance reached by the regulator between restrictions and freedoms was a point corroborated by the presented testimonies. The quantitative analysis also indicates that the increased the volume of funds raised since the implementation of the regulatory framework are related to the positive impact of the new regulation. On the other hand, the ban on the organization of a secondary market stands as one of the main weaknesses of the new framework, as it tends to affect investors' appetite and limit offers in the long-term.

Keywords: Investment-crowdfunding; Regulation; Funding; Plataforms.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Atividades permitidas às plataformas *crowdfunding* investimento regulado 71
Gráfico 2. Obrigações das plataformas no *crowdfunding* de investimento regulado 72
Gráfico 3. Quantidade de plataformas de *crowdfunding* de investimento 136
Gráfico 4. Valor total (R$) e crescimento % ofertas de *crowdfunding* de investimento 137
Gráfico 5. Quantidade e valor médio das ofertas de *crowdfunding* de investimento 137
Gráfico 6. Número de investidores no mercado de *crowdfunding* de investimento 138
Gráfico 7. Número médio de investidores por oferta 139
Gráfico 8. Investimento médio por investidor 139
Gráfico 9. Plataformas eletrônicas de investimento participativo por área de atuação 141
Gráfico 10. Valor total captado *crowdfunding* investimento: startups x imobiliário 141
Gráfico 11. Distribuição percentual do valor total captado: *startups* x mobiliário 142
Gráfico 12. Valor médio de captação: imobiliário x *startups* (em R$) 143

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Regulação de *crowdfunding* de investimento: principais tópicos 70
Quadro 2. Síntese teórica – da teoria do interesse público aos institucionalismos 111
Quadro 3. Proposta de quadro teórico para análise qualitativa 113
Quadro 4. Resumo: conceitos teóricos X regulação *crowdfunding* de investimento 150
Quadro 5. Codificação dos dados qualitativos obtidos nas entrevistas 152
Quadro 6. Resumo das variáveis utilizadas nos estudos quantitativos selecionados 162

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Valor adicionado pelas MPEs no Total do PIB 2014 (%) 31
Tabela 2. Dispêndios empresas industriais brasileiras com inovação Pintec 2014 (%) 31
Tabela 3. Limites da ICVM 588/17 x limites propostos na minuta 133
Tabela 4. Estatísticas Descritivas 166
Tabela 5. Matriz de Correlação 167
Tabela 6. Resultados da estimação dos modelos 167

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABDI – Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial

ABVCAP – Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*

AML – *Anti-Money Laundering*

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras

B3 – Bolsa de Valores, Mercadorias, Futuros e Balcão

BCB – Banco Central do Brasil

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CCB – Cédula de Crédito Bancário

CCAF – *Cambridge Centre for Alternative Finance*

CDB – Certificado de Depósito Bancário

CDBV – Certificados de Depósito Bancário Vinculado

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNPq – Conselho Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DIEESE – Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos

DLT – *Distributed Ledger Technologies*

EPP – Empresa de Pequeno Porte

EUA – Estados Unidos

ESC – Empresa Simples de Crédito

FAP – Fundo de Amparo à Pesquisa

FAT – Fundo de Amparo à Tecnologia

FCA – *Financial Conduct Authority*

FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos

FGI – Fundo Garantidor para Investimentos

FGPC – Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FINRA – *Financial Industry Regulatory Autority*

FIEE – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes

FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos

FIP – Fundos de Investimento em Participação

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

ICO – *Initial Coin Offering*

ICVM 588 – Instrução CVM 588/2017

IFC – *International Finance Corporation*

IMF – Instituição de Microfinanças

IMPO – Instituição de Microcrédito Produtivo

IOSCO – *International Organization of the Securities Commissions*

JOBS ACT – *Jumpstart Our Business Act*

KYC – *Know Your Costumer*

MEs – Microempresas

MEI – Microempreendedor Individual

MPEs – Micro e pequenas empresas

MPMEs – Micro, pequenas e médias empresas

MPO – Microcrédito Produtivo Orientado

NEI – Nova Economia Institucional

OECD – *Organization for Economic Cooperation and Development*

OSCIP – Organização da Sociedade Civil de Interesse Público

PE – *Private Equity*

PMC – Programa de Microcrédito

PMEs – Pequenas e médias empresas

PNMPO – Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

SCMEPP – Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte

SEBRAE – Serviço Brasileiros de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

SEC – *U.S. Securities and Exchange Commission*

SEP – Sociedade de Empréstimo entre Pessoas

SEPP – Sociedade Empresária de Pequeno Porte

TIC – Tecnologia da Informação e Comunicação

VC – *Venture Capital*

VIF – *Variation Inflation Factor*

WFE – *World Federation of Exchanges*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **18**

1. O FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS DE MENOR PORTE **22**

1.1 Obstáculos ao financiamento das empresas de menor porte 30

1.2 As empresas de menor porte: um segmento diverso 27

1.3 Fontes de financiamento desenvolvidas para empresas de menor porte 35

1.3.1 Capital de Risco 35

1.3.2 Direcionamento de recursos pelo setor público 40

1.3.3 Microcrédito: finanças de proximidade 45

1.4 Uma demanda não atendida demanda e novas soluções 51

2. AS FINANÇAS ALTERNATIVAS **53**

2.1 *Crowdfunding* comunitário 56

2.2 *Crowdfunding* com retorno financeiro 57

2.2.1 Peer-to-peer lending 57

2.2.2 Crowdfunding de investimento 58

2.3 *Initial Coin Offerings* – ICOs 59

2.4 *Crowdfunding* de investimento como opção de financiamento de longo prazo 62

3. A REGULAÇÃO DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO: DA IDENTIFICAÇÃO DOS RISCOS AO DESENHO DAS NORMAS **66**

3.1 A identificação dos riscos do *crowdfunding* de investimento 67

3.2 O desenho de normas para o *crowdfunding* de investimento: recomendações e um primeiro inventário das características predominantes ao redor do mundo 70

3.3 Um primeiro panorama global da regulação das finanças alternativas 73

3.4 Casos internacionais paradigmáticos da regulação de *crowdfunding* de investimento 75

3.4.1 EUA 75

3.4.2 Reino Unido 79

4. A EVOLUÇÃO DAS ABORDAGENS SOBRE REGULAÇÃO NA ECONOMIA - REFERENCIAL TEÓRICO PARA UMA ANÁLISE QUALITATIVA **82**

4.1 Intervenção estatal e regulação – um debate de longa data 82

4.2 A Teoria do Interesse Público ou Teoria Normativa 84

4.3 A Teoria da Regulação Econômica 86

4.4 A Economia Institucional 87
4.4.1 A Velha Economia Institucional ou Economia Institucional Original 89
4.4.2 A Nova Economia Institucional (NEI) 91
4.4.3 Os institucionalistas contemporâneos 101
4.5 Algumas aplicações empíricas 103
4.6 Síntese relacional dos apontamentos teóricos e proposta de quadro para análise 110
5. METODOLOGIA 115
6. O ECOSSISTEMA DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL 121
6.1 Arranjos provisórios e primeiras percepções 122
6.2 A regulação específica 126
6.2.1 Regras e requisitos para emissores e suas ofertas 126
6.2.2 Regras para investidores 128
6.2.3 Regras para investidor líder e sindicato de investimento participativo 129
6.2.4 Registro e obrigações das plataformas 130
6.3 Rumo ao aprimoramento regulatório 132
6.4 A evolução do mercado brasileiro em números 136
6.5 *Crowdfunding* imobiliário X *crowdfunding* de investimento em startups 140
7. O PROCESSO REGULATÓRIO DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL – UMA ANÁLISE QUALITATIVA 144
7.1 A regulação do *crowdfunding* investimento no Brasil à luz do quadro teórico proposto 144
7.2 As plataformas como ponto focal dos efeitos da regulação – análise das entrevistas 151
8. FATORES QUE INFLUENCIARAM O CRESCIMENTO DAS OFERTAS DE *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL – UMA ANÁLISE QUANTITATIVA 158
8.1 Revisão de literatura 158
8.2 Metodologia para a modelagem econométrica 163
8.2.1 As variáveis 164
8.2.2 O modelo 164
8.3 Resultados e análise 165
8.4 Contribuições e limitações do modelo 168
CONCLUSÃO 169
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 182

ANEXO 1 Plataformas de *crowdfunding* de investimento registradas na CVM em Dez/2019 **203**

ANEXO 2 Roteiro de Entrevista **204**

INTRODUÇÃO

A crise financeira que assolou os Estados Unidos (EUA) em 2008 e reverberou mundialmente, teve como uma de suas principais consequências o acirramento da escassez no mercado de crédito, agravado pela retração dos bancos diante das normas mais rígidas de adequação de capital, administradas como um remédio para prevenir novos colapsos. No setor produtivo, a disponibilidade de financiamentos para o segmento de *startups* e empresas de menor porte foi especialmente afetada.

Em meio a esse cenário, agentes de mercado encontraram formas inovadoras de levantar recursos de longo prazo para este nicho de empreendedores, com o uso de plataformas eletrônicas que conectam tomadores e investidores via internet, dispensando a participação de intermediários financeiros convencionais ao longo do processo. Esta modalidade, que se tornou conhecida como *equity-crowdfunding*, *investment-based crowdfunding* ou *crowdfunding* de investimento (como se convencionou chamar no Brasil) desenvolveu-se originalmente nos EUA e no Reino Unido, espalhando-se muito rapidamente pelo mundo. Por sua dinâmica calcada em Tecnologia da Informação e Comunicação (TIC), é possível enquadrá-la na categoria Fintech e sua utilização crescente é vista como um fenômeno promissor por organismos internacionais, dado seu potencial gerador de externalidades positivas, tais como a criação de empregos e o aquecimento da economia.

Para empreendedores, o *crowdfunding* de investimento permite acesso a financiamento de longo prazo em condições mais favoráveis do que as comumente disponíveis. Para investidores de varejo, representa uma oportunidade de diversificação de portfólio, tornando possível investir em projetos com perspectivas de alto crescimento, antes acessíveis somente a grandes investidores. Assim, este mecanismo inovador ocupa o vácuo existente entre o mercado de microcrédito e os fundos de *venture capital*, contribuindo para a inclusão financeira e para o desenvolvimento econômico. No limiar da economia colaborativa, o *crowdfunding* de investimento despontou como uma das soluções de mercado para superar imperfeições geradas pelo mesmo e passou a ser referendada por organismos internacionais como uma alternativa para impulsionar a inovação e o desenvolvimento econômico (WORLD BANK, 2013; KIRBY & WORNER, 2014; EUROPEAN COMMISSION, 2015).

Apesar do cenário impactado pela crise, o racionamento de crédito é uma falha de mercado permanente (STIGLITZ & WEISS, 1981). Ela decorre do problema de informação

assimétrica, que faz com que os bancos não tenham interesse em realizar empréstimos de longo prazo para tomadores que não disponham de garantias convencionais. As instituições financeiras tradicionais não desejam assumir o risco de inadimplência, pois calculam que seu prejuízo será maior do que o lucro obtido se adotarem a lógica de regular o preço do crédito pelas taxas de juros cobradas aos tomadores. Empresas de menor porte e *startups* são alvos típicos dessa condição e veem sua demanda por crédito ser negada mesmo quando se dispõem a pagar altas taxas de juros. O mercado de capitais também não se configura como alternativa possível a este nicho de empresas, que acabam limitadas em sua capacidade de investimento e expansão quando não dispõem de recursos próprios suficientes.

Conquanto o *crowdfunding* de investimento tenha se apresentado como uma alternativa a este cenário, o mesmo também se caracteriza como instrumento suscetível aos problemas de informação assimétrica. Apesar de configurar uma possibilidade atrativa para a ampliação do grau de funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico (MARTINS & SILVA, 2014), o *crowdfunding* de investimento envolve riscos altos e oferece benefícios incertos aos investidores, especialmente aos menos experientes (KIRBY & WORNER, 2014). Embora os montantes captados por esta modalidade ainda estejam longe de representar qualquer risco sistêmico, o avanço das atividades à margem de regras específicas ou de qualquer regra na qual possam ser enquadradas – característica inerente à emergência da indústria Fintech (DAROLES, 2016; FENWICK, KAAL & VERMEULEN, 2016) – tem alarmado reguladores de vários países. Da proibição ao incentivo, a matéria vem sendo tratada de diferentes formas pelas autoridades ao redor do mundo (VISMARA, 2016).

No Brasil, a primeira oferta de *crowdfunding* de investimento ocorreu em 2014 e, até meados de 2017, todas as demais ofertas nesta modalidade se deram sob a guarida de uma interpretação regulatória que poderia ruir a qualquer momento por uma alteração de entendimento emanada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O arcabouço regulatório específico foi implementado somente em julho de 2017, com a edição da Instrução CVM no. 588 (ICVM 588). Diante do exposto, esta tese parte da seguinte questão central: quais foram os fatores motivadores e os caminhos norteadores para a adoção de um marco regulatório do *crowdfunding* de investimento, e quais os efeitos de sua implementação para o desenvolvimento deste mercado no Brasil? A investigação proposta visa contribuir para o entendimento do papel regulatório da administração pública como um vetor de desenvolvimento. Para tanto, buscou-se identificar os objetivos do regulador na escolha de regular a referida matéria, as possíveis falhas e virtudes na condução do processo regulatório e a efetividade da regulação para o

atingimento de benefícios mais amplos, como a ampliação da funcionalidade dos mercados no financiamento ao empreendedorismo.

Para responder à pergunta de pesquisa, foram estabelecidos quatro objetivos específicos. O primeiro deles consiste na construção teórica para justificar o surgimento de instrumentos de financiamento, descolados do crédito bancário tradicional, para atender ao nicho de empresas de menor porte, e na identificação destes instrumentos. O segundo objetivo específico volta-se a situar o *crowdfunding* de investimento na onda de instrumentos de financiamento inovadores, que se disseminaram com maior ênfase a partir da crise financeira de 2008, e também a apontar os fatores motivadores para o estudo desta modalidade específica e de suas implicações regulatórias. O terceiro objetivo específico tem como foco abordar o debate internacional sobre regulação do *crowdfunding* de investimento, de forma a subsidiar uma compreensão abrangente acerca das influências que alicerçaram o processo regulatório brasileiro. O quarto e último objetivo específico dedica-se exclusivamente ao estudo do caso brasileiro, dividindo-se em três etapas: (i) a descrição histórico-analítica do setor de *crowdfunding* de investimento no Brasil; (ii) a discussão das características do processo regulatório e da norma dele derivada, e; (iii) a apuração das percepções e efeitos acerca da nova regulação.

O capítulo que se segue a esta introdução explora questões de fundo, como a teoria do racionamento de crédito e a influência da incerteza na obtenção de recursos via mercado, numa contextualização do problema enfrentado historicamente pelas empresas de menor porte e *startups* para obter financiamento de longo prazo, e que levou ao surgimento de diferentes respostas dos setores público e privado. Estas respostas também são apresentadas no mesmo capítulo, com destaque para o caso brasileiro. Contudo, será demonstrado que as diversas soluções colocadas em prática ao longo do tempo continuam patentemente insuficientes até os dias atuais. O segundo capítulo parte, então, para a constatação de que o estímulo gerado pelo avanço tecnológico e pelas dificuldades enfrentadas em decorrência da crise de 2008, trouxeram à tona instrumentos inovadores de financiamento, com a participação de diferentes atores, principalmente no papel da intermediação. Dentre os novos mecanismos abordados neste capítulo, o *crowdfunding* de investimento se destaca como opção de financiamento de longo prazo viável para *startups* e empresas de menor porte e, ao mesmo tempo, como promissora alternativa de diversificação de portfolio para os investidores que até então não tinham acesso a este tipo de escolha.

O capítulo 3 marca a transição do teor de contextualização e justificativa para uma imersão no tema central de pesquisa, ao discutir os riscos inerentes ao uso do *crowdfunding* de

investimento e o papel do Estado na dinâmica de desenvolvimento deste mercado por meio da regulação. Os pontos de atenção considerados pelos reguladores internacionais, o primeiro panorama das características regulatórias mais predominantemente adotadas para este mercado ao redor do mundo e duas experiências paradigmáticas são trazidos para construir a base empírica que alicerçará a compreensão do processo regulatório brasileiro. Na sequência, o capítulo 4 engloba a fundamentação teórica sobre regulação pela ótica de diferentes escolas da economia e, a partir desse exercício, é proposto um quadro basilar para guiar a análise qualitativa a ser desenvolvida posteriormente.

Um segundo bloco de quatro capítulos adentra propriamente no estudo do caso brasileiro. No capítulo 5 são explicados os procedimentos metodológicos adotados na condução da pesquisa, no capítulo 6, a começar por um resgate cronológico, descreve-se a trajetória evolutiva do *crowdfunding* de investimento no Brasil. No capítulo 7, a análise crítica do processo regulatório se dá por meio das conexões feitas com aspectos das teorias do interesse público, da regulação econômica e das correntes institucionalistas para uma análise crítica das idiossincrasias do percurso brasileiro no estabelecimento da norma, utilizando-se o quadro teórico proposto no capítulo 4. Neste mesmo capítulo 7, os efeitos da regulação são analisados partindo-se do reconhecimento do papel de destaque das plataformas eletrônicas como responsáveis por conectar todas as pontas envolvidas na operação: empresas financiadas, investidores e regulador. Entrevistas realizadas com representantes das plataformas brasileiras que participaram da transição do ambiente regido por uma regulação inespecífica para a implementação do marco regulatório feito sob medida, foram utilizadas para corroborar impressões que já se delinearam no capítulo 6 e sinalizar pontos de convergência e divergência entre os *players* da indústria. O oitavo e último capítulo consiste na construção de um modelo econométrico no qual se avalia a hipótese de que o desempenho do mercado de *crowdfunding* de investimento, auferido pela evolução mês a mês do volume de ofertas concluídas, tem na regulação sua variável explicativa mais relevante.

A conclusão tece uma retrospectiva dos principais itens abordados no trabalho, sumariza os achados de pesquisa e faz um balanço das contribuições teóricas, tal como a constituição de um quadro conceitual de múltiplas vertentes para análise crítica abrangente da regulação e do processo regulatório, e das contribuições empíricas, como a identificação do equilíbrio alcançado pelo regulador e a confirmação da influência positiva da regulação no desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento. Por fim, são apontadas algumas sugestões para estudos futuros sobre o tema.

1. O FINANCIAMENTO ÀS EMPRESAS DE MENOR PORTE

Este capítulo trata do primeiro objetivo específico mencionado na introdução e, para tal, aborda os motivos para o surgimento de instrumentos de financiamento descolados do crédito bancário tradicional para atender a empresas de menor porte, além de fazer uma identificação destes instrumentos. Está organizado de forma a, primeiramente, expor o fenômeno das limitações ao financiamento sob a ótica teórica para, em seguida, abordar a questão da diversidade inerente ao segmento de empresas de menor porte e as práticas adotadas por Estado e mercado para lidar com as restrições às fontes tradicionais de financiamento externo para este nicho.

A necessidade de realizar investimentos coloca empresas de qualquer porte diante de uma escolha estratégica para o negócio. As opções clássicas de financiamento são os recursos próprios, oriundos de lucros acumulados ou de novos aportes dos sócios, ou os recursos externos, obtidos via crédito bancário ou provenientes da emissão de valores mobiliários no mercado de capitais.

Embora haja um reconhecimento de que empresas de menor porte contribuem para o crescimento, o emprego e a inovação (AYYAGARI, BECK & DEMIRGÜÇ-KUNT, 2007; OECD, 2016; WFE, 2017), sua limitação de acesso a fontes externas de financiamento é amplamente apontada pela literatura (ABRAHAM & SCHMUKLER, 2017; ARDIC, MYLENKO & SALTANE, 2011; IFC, 2010; BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 2004; GÓES, 2018) e desperta a atenção de agências multilaterais, governos e setor privado, nos países desenvolvidos e em desenvolvimento (WFE, 2017; OECD, 2016).

Ao mesmo tempo em que sofrem dificuldades históricas de acesso ao crédito bancário de longo prazo (BECK & DEMIRGUÇ-KUNT, 2006; BECK ET AL., 2006; KUNTCHEV ET AL., 2014), no mercado de capitais as empresas de menor porte também não encontram melhores perspectivas (GOES, 2018; WFE & MILKEN INSTITUTE, 2017; OECD, 2015a, 2016; NASSR & WEHINGER, 2016). Portanto, o potencial de crescimento destas empresas está em grande parte limitado a seus recursos próprios, sendo os lucros retidos a principal fonte de financiamento de investimentos (DIAS ET AL., 2015).

O uso destas fontes externas de financiamento depende de uma série de fatores que incluem desde as características específicas da firma (BERGER & UDELL, 1998) e do setor (DEGRYSE, GOEIJ & KAPPERT, 2012), até fatores relacionados ao país, como cenário

macroeconômico, nível regulatório e grau de desenvolvimento do sistema financeiro (BECK, DEMIRGUÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 2008).

Os entraves ao financiamento das empresas de menor porte evidenciam uma deficiência permanente do sistema financeiro em prover recursos adequados às atividades econômicas e prejudicam o avanço da inovação, o crescimento e a criação de empregos, aspectos essenciais aos países em desenvolvimento, como o Brasil.

1.1 Obstáculos ao financiamento das empresas de menor porte

De acordo com os princípios básicos da economia neoclássica, os preços são responsáveis pelo equilíbrio dos mercados, igualando oferta e demanda. Porém, Stiglitz e Weiss (1981) contestam a veracidade dessa lógica para o mercado de crédito, afirmando que o mesmo se caracteriza pelo racionamento, ou seja, por uma demanda não atendida quantitativamente. A teoria desenvolvida por estes autores explica que os credores estão preocupados não somente com a taxa de juros (preço) que irão receber sobre o empréstimo efetuado, mas também com o risco da operação, ou seja, com a incerteza quanto à devolução do valor principal emprestado. Este aspecto diferenciaria o crédito das demais mercadorias.

É nesse contexto que se insere a assimetria de informações, pois, à semelhança do que ocorre no mercado de carros usados descrito por Akerlof (1970), no mercado de crédito, tomador e credor não dispõem do mesmo grau de informação sobre a transação, resultando em problemas de seleção adversa e risco moral. Em um exercício de simplificação conceitual, Varian (2000) explica que, enquanto a seleção adversa se refere a um problema de informação oculta – situação em que um lado do mercado não pode observar a qualidade dos bens ou dos projetos do outro lado, o *moral hazard* ou risco moral caracteriza-se como um problema de ação oculta – situação em que um lado do mercado não pode observar as ações do outro lado.

Na seleção adversa, o aumento na taxa de juros de empréstimo leva os tomadores mais avessos a risco a não tomarem crédito, enquanto aqueles que a aceitam têm maior probabilidade de inadimplência. Assim, a taxa de juros que um agente está disposto a pagar atua como um dispositivo de identificação (*screening device*) de maus tomadores para o credor que não tem informações completas sobre os projetos (Aldrighi, 2004). Além de Akerlof (1970), Spence (1973) também contribuiu para a formulação das bases teóricas do problema da seleção adversa, com seu trabalho sobre sinalização no mercado de trabalho.

O problema do *moral hazard*, termo cunhado por Arrow (1963), também é conhecido como efeito de incentivo. Sua caracterização no mercado de crédito se dá quando elevadas taxas de juros dos empréstimos empurram os tomadores a escolherem projetos de maior risco, para obter retorno mais elevado. Os incentivos para evitar riscos excessivos seriam limitados, já que em caso de sucesso do projeto, os tomadores ficam com o lucro que excede o principal e os juros, enquanto na hipótese de fracasso, a responsabilidade limita-se aos recursos disponíveis (Aldrighi, 2004). Se o mercado funcionasse em concorrência perfeita, tomadores não atendidos aceitariam pagar uma taxa de juros cada vez maior, elevando-a até a demanda se igualar à oferta. Porém, com a assimetria de informações, o credor recusa-se a emprestar a um tomador acima de determinado nível de taxa de juros, por interpretar que um empréstimo nessas condições envolve uma elevação no risco médio dos tomadores. Por essas razões, o retorno esperado pelo banco é maximizado a uma taxa em que a demanda excede a oferta de crédito. Ainda que haja fundos disponíveis, não há forças competitivas que levem a oferta a se igualar à demanda, ocorrendo, assim, o racionamento do crédito (STIGLITZ & WEISS, 1981, p.394-395). A originalidade do modelo de Stiglitz e Weiss (1981) colocou em xeque pressupostos e resultados até então disseminados pelo *mainstream economics*, como explica Aldrighi (2004, p. 9-10):

> Enquanto a teoria convencional atribuía às taxas de juros o papel de promover a igualdade entre oferta e demanda (o *clearing*) nos mercados de empréstimos, a Economia da Informação enfatiza a possibilidade de equilíbrios não-walrasianos, com o racionamento sendo feito via quantidade. Nesses casos, as taxas de juros deixam de refletir a produtividade marginal do capital e a concorrência não mais garante a eficiência alocativa, com os retornos sociais da poupança podendo exceder os retornos privados. Demonstrar que o racionamento quantitativo pode representar uma situação de *equilíbrio* no mercado de crédito é a contribuição seminal de Stiglitz e Weiss (1981).

A expressão "racionamento de crédito" é usada por Stiglitz e Weiss (1981) para designar circunstâncias em que: (i) entre tomadores potenciais que aparentam ser idênticos, alguns recebem empréstimos e outros não, sendo que os tomadores rejeitados não recebem empréstimos mesmo se oferecerem pagar taxas de juros maiores; ou, (ii) existem grupos identificáveis na população, incapazes de obter empréstimos a qualquer taxa de juros, dada uma determinada oferta de crédito.

Uma vez que a taxa de juros não se apresenta como expediente mais adequado para selecionar os tomadores e garantir o pagamento dos empréstimos, uma alternativa ao racionamento quantitativo seria os credores contornarem os problemas de natureza informacional por meio da formulação de contratos com salvaguardas, tais como o monitoramento individualizado das operações e a imposição de que o tomador apresente garantias exequíveis em caso de não pagamento. Entretanto, Stiglitz e Weiss (1981) alertam

que a adoção destas medidas também teria efeitos nocivos, à medida em que o aumento no nível exigido de garantias rebaixaria os retornos dos empréstimos e que contratos mais completos seriam custosos, pressupondo infraestrutura jurídica e de monitoramento para assegurar seu cumprimento. O resultado, portanto, é uma elevação dos custos de transação, que se tornam inviáveis dependendo do valor da operação.

As informações que empresas de menor porte oferecem ao mercado geralmente possuem menor grau de exatidão e rigor, dado seu padrão de governança ainda imaturo ou qualificação profissional insuficiente dos gestores. A assimetria informacional fará com que tais empresas "caiam" no problema dos custos de transação elevados e estes, por sua vez, serão desproporcionais em relação aos montantes requeridos pelos tomadores, inviabilizando as operações. O problema informacional se amplifica para as empresas inovadoras de menor porte, basicamente por três motivos: primeiro, os retornos das atividades inovadoras são na maior parte das vezes altamente incertos (desenvolvimento de novos produtos e novos processos em mercados não testados); segundo, os empreendedores podem possuir mais informações sobre as características de seus produtos e processos do que os financiadores em potencial; terceiro, as atividades inovadoras são geralmente intangíveis, dificultando assim a avaliação de seus valores monetários antes de se tornarem comercialmente bem-sucedidas (VASILESCU, 2014).

As principais razões para a restrição dos bancos na concessão de crédito às pequenas e médias empresas (PMEs) foram elencadas por Mawocha & Nafack (2015) como sendo a inadequação de informações financeiras e registros, o conhecimento deficiente de gestão de negócios e a falta de confiança dos bancos. Apontando para uma direção semelhante, Barboza et al. (2019) atribuíram o comportamento do sistema bancário para com as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) a três fatores: (i) a pouca informação disponível e seu limitado grau de confiabilidade levam a uma fragilidade na medição de risco por parte dos emprestadores; (ii) o baixo valor das operações torna economicamente inviável para o emprestador usar mecanismos sofisticados para análise do risco, e; (iii) a menor disponibilidade de ativos por parte do tomador impede a que a exigência de colateral seja um instrumento efetivo para filtrar projetos ruins ou para induzi-los a escolhas menos arriscadas.

Estudos como os de Arroio e Scerri (2014) e OCDE/Cepal (2012) abordam a incapacidade de oferecer garantias capazes de satisfazer as perspectivas de riscos estabelecidas pelas instituições financeiras como sendo uma das principais fontes da dificuldade de obtenção de crédito pelas empresas de menor porte. Conforme observado por Nogueira (2019), em função dessa avaliação de risco elevado, os empréstimos são negados ou são oferecidos a taxas

e prazos muito desvantajosos, sendo que esta situação não acomete somente empreendimentos desprotegidos que tenham como única alternativa o recurso a agiotas, mas também as empresas estruturadas até de médio porte.

Recentemente, alguns autores acreditam estar em curso uma mudança de paradigma para as empresas de menor porte, devido ao uso de *big data* (SEN, OZTURK & VAYVAY, 2016). Os modelos preditivos do comportamento do mercado e do cliente usando *big data* se caracterizam por conferir volume, velocidade e variedade (JIN ET AL., 2015), podendo inclusive melhorar a eficiência de aprovação de empréstimos e reduzir o grau de assimetria de informações entre as empresas e as instituições financeiras (JIN & ZHANG, 2019). Sob essa nova ótica, tais instituições devem substituir a tomada de decisões com base em características qualitativas dos solicitantes de crédito, pelo uso informação quantitativa que reside em seu sistema de informação de gestão para prever o risco e identificar os solicitantes de crédito (JIN & ZHANG, 2019).

Os motivos da restrição de crédito às empresas de menor porte, entretanto, parecem ir além de fatores unicamente relacionados às mesmas. Estudos demonstram que, em países com sistemas judiciários mais eficientes, as restrições de financiamento são menores (DEMIRGUÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 1998) e que a liberalização financeira relaxa as restrições ao crédito, em particular a empresas menores (LAEVEN, 2003; GELOS & WERNER, 2002). Ampliando este espectro, Berger & Udell (2006) enfatizaram a importância de se analisar a cadeia causal da disponibilidade de crédito, que tem como elos cruciais a estrutura das instituições financeiras, as diferentes tecnologias de crédito e a infraestrutura de crédito (esta última, de acordo com os autores, seria composta por ambiente social, estrutura regulatória, sistema legal e judiciário, processos de falências etc.). A investigação sugere fortemente que a infraestrutura de crédito tem efeitos importantes sobre a disponibilidade de crédito PMEs. Utilizando as principais variáveis do modelo de análise proposto por Berger & Udell (2006), McNamara, Murro & O'Donohoe (2019) encontraram que países europeus com sistemas judiciários mais eficientes e níveis de confiança mais elevados no ambiente social possuem probabilidade menor de racionamento crédito ou de condições contratuais desfavoráveis nos empréstimos para PMEs, mas, surpreendentemente, o mesmo estudo mostrou que regimes mais eficientes em processos de falência implicam maior racionamento.

Às empresas preteridas pelo racionamento de crédito, restaria a opção de captar recursos via emissão de ações. Porém, Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984) argumentam que as imperfeições informacionais também afetam o acesso das empresas ao mercado de capitais por

duas razões básicas: problemas de incentivo e sinalização. Os problemas de incentivo caracterizam-se quando os administradores da empresa emissora enxergam que terão menor vantagem na parcela que disfrutarão em decorrência de um aumento nos lucros do que nos benefícios que poderão obter se elevarem as despesas. Um acionista teria menos condições do que um banco de monitorar a gestão e aplicar sanções, já que o banco poderá não renovar o empréstimo, mas o acionista dependerá do voto da maioria em todas as decisões. O efeito negativo de sinalização, por sua vez, seria um reflexo do racionamento de crédito, pois ocorre quando os investidores potenciais interpretam que (i) a empresa só está tentando realizar captação no mercado de capitais porque os bancos não a consideraram boa o suficiente para concederem crédito a ela, e que eles não detêm informações suficientes para fazer uma análise melhor do que a dos bancos; ou, (ii) que se a empresa tivesse uma perspectiva realmente favorável, estaria disposta a assumir os riscos do endividamento para obter os recursos necessários.

Em busca de soluções que mitigassem as implicações identificadas por Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984), o arcabouço informacional e de governança corporativa foi paulatinamente aprimorado para que as empresas lograssem sucesso no mercado de capitais. Se, por um lado, estas práticas proporcionam maior transparência e segurança aos investidores, por outro, representam um nível de custos que onera desproporcionalmente as empresas de menor porte, que geralmente são mais jovens e menos transparentes do que grandes empresas (MORITZ, BLOCK & HEINZ, 2016). Além dos custos diretos e indiretos associados ao processo de listagem e oferta pública, há também o custo de capital, que é uma função do retorno que os investidores pretendem receber pelo investimento e está intimamente relacionado à expectativa de performance da empresa, à liquidez das ações e às informações disponíveis:

> The costs of accessing public equity finance can be understood as comprising the ‘cost of capital’ (or the price at which investors are prepared to provide the desired funds) as well as other direct and indirect costs associated with being a public, listed company. The cost of capital is a function of the return providers of capital (investors) expect to receive for a specific investment. While this is logically linked to expectations about the performance of the firm (and the firm relative to the market overall or alternative investment options), it is also tied to liquidity of the shares and the availability of information for investors from which to make an informed assessment about the firm’s prospects. (WFE, 2017, p.7)

Portanto, no mercado de capitais, a complexidade e os custos para cumprimento dos requisitos de listagem e realização da oferta pública inicial são muito elevados *vis-a-vis* o montante a ser captado pelas empresas de menor porte (GOES, 2018).

Para além dos problemas de informação, Vasilescu (2014) ressalta que outra dificuldade enfrentada pelas empresas de menor porte no acesso ao financiamento está relacionada ao seu perfil de risco mais elevado em comparação com as empresas maiores, pois enfrentam um ambiente competitivo mais incerto, têm taxas de insucesso mais elevadas e são comparativamente menos dotadas em termos de recursos humanos e de capital para fazer face aos desafios econômicos. As empresas inovadoras apresentam riscos ainda maiores, pois o ciclo de inovação é um processo complexo que começa com a ideia de um produto, serviço ou processo, passando pelo desenvolvimento e fases de testes até a implementação. O financiamento deste ciclo precisa de uma série de fluxos de capital, e a falha em financiar qualquer parte do ciclo pode causar o fracasso da empresa.

Conforme observado por Sousa e Ottaviano (2018), o papel da restrição de crédito para inovação e crescimento tem sido enfatizado principalmente na literatura de desenvolvimento. Para o caso específico do Brasil, os autores mencionam que Terra (2003), Aldrighi e Bisinha (2010) e Ambrozio et al (2017) encontram evidências de que as firmas brasileiras em geral são efetivamente restritas ao crédito. De uma forma mais ampla, Aghion et al (2010) mostra que uma restrição de crédito mais intensa diminui o entusiasmo dos empreendedores de investir no longo prazo pelo crescimento correspondente do risco de liquidez.

O acesso a crédito aumenta a probabilidade de que MPMEs com vantagens competitivas consigam entrar, se estabelecer e crescer (BECK, 2007), tornando o ambiente econômico mais competitivo e, consequentemente, gerando externalidades positivas como redução de preços, melhoria na qualidade dos produtos, inovação e desenvolvimento de novos mercados. Já a restrição ao crédito sujeita MPMEs a uma maior volatilidade da produção em momentos de flutuações econômicas, tornando o consumo também mais volátil e reduzindo o bem-estar social, como mostram alguns estudos – por exemplo, Gertler e Gilchrist (1994).

Em uma alusão lúdica a um jogo dos sete erros, é possível resumir em sete pontos os obstáculos identificados pelo mercado para o financiamento de empresas de menor porte, apresentados ao longo desta seção: (i) assimetria de informações, (ii) falta de planos de negócios satisfatórios ou baixa qualidade dos projetos, (iii) gestão inexperiente ou pouco profissionalizada, (iv) custos de transação elevados, (v) garantias insuficientes, (vi) risco e incerteza associados às empresas nascentes ou ainda jovens (em especial às inovadoras) e (vii) fatores institucionais, regulatórios e legais.

Serviços financeiros representam uma parte importante das restrições sofridas por empresas de menor porte em sua operação e crescimento, comparativamente às empresas de grande porte (DEMIRGUÇ-KUNT, AYYAGARI & MAKSIMOVIC, 2010). Empresas menores relatam consistentemente maiores obstáculos ao financiamento do que grandes e médias empresas (BECK ET AL., 2006) e tais obstáculos têm quase o dobro do efeito adverso sobre o seu crescimento do que aquele sofrido pelas empresas maiores (BECK, DEMIRGUÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 2004).

O protagonismo do sistema financeiro para o crescimento e desenvolvimento econômico reside na essencialidade de suas funções, conforme explicado por Carvalho (2010, p.9):

> Um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento econômico tem de cumprir duas funções essenciais: disponibilizar recursos financeiros para a sustentação do processo produtivo e da realização de investimentos que permitam ampliar e modernizar a capacidade produtiva existente na economia no volume e nos termos apropriados; e criar ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza (...).

Um forte indicador do racionamento de crédito no Brasil é o fato de que, em média, 40% das empresas não realizam novas operações de empréstimo a cada ano, conforme apurado por De Negri et al., 2018. As MPMEs, por sua vez, são mais sensíveis a retrações no ciclo econômico, como mostram as informações de crédito disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil[1]. Além disso, o Brasil detém grande concentração de empresas com baixa produtividade (BARBOSA FILHO & CORREA, 2007), sendo a má alocação dos fatores um dos motivos para tal. Conforme sintetizado por Bresser-Pereira (1991, p.2):

> (...)toda a dinâmica do sistema capitalista está na dependência do volume e direção dos investimentos realizados cada ano. O aumento da produtividade, ou seja, o aumento da produção por homem empregado, depende fundamentalmente da acumulação de capital. Se temos três fatores de produção - capital, trabalho e recursos naturais -, para que aumente a produtividade do segundo, considerando-se a qualidade dos fatores constante, o único meio de que dispomos é aumentar a quantidade de capital.

Diante da inépcia das instituições financeiras tradicionais e do mercado de capitais em prover recursos em volume e custos adequados às empresas de menor porte, surgem, ao longo do tempo, ações baseadas ou não em apoio governamental, para reduzir a deficiência de financiamento. Entretanto, nenhuma dessas ações, individualmente, atende ao segmento como um todo, dada a sua diversidade de características abordada a seguir.

---

[1] Enquanto o estoque de crédito para grandes empresas caiu somente 10,2% entre 2015 e 2018, o estoque para MPMEs teve recuo acumulado de quase 50%.

1.2 As empresas de menor porte: um segmento diverso

Um dos desafios envolvendo temas relacionados a empresas de menor porte é o fato de não existir um critério de classificação uniforme, internacionalmente aplicável, para o segmento (WFE, 2017; GUIMARÃES, CARVALHO & PAIXÃO, 2018; NOGUEIRA, 2019). O conceito varia de país para país, devido às especificidades das diferentes economias, e, em alguns casos, varia também internamente, entre as instituições de um mesmo país.

Em 2008, a União Europeia, em seu *Small Business Act*, estabeleceu alguns critérios baseados em pessoal ocupado, faturamento, balanço e estrutura de propriedade para categorização e enquadramento ou não das empresas no estatuto das micro, pequenas e médias empresas. A motivação para esta iniciativa foi a preocupação de que a ausência de critérios comuns entre os países-membros levasse à aplicação desigual de políticas e a distorções na concorrência (GUIMARÃES, CARVALHO & PAIXÃO, 2018).

Segundo Jin & Zhang (2019, p.2), na China, tradicionalmente, a classificação das empresas por tamanho é baseada na capacidade de produção e não no faturamento ou no número de funcionários, como nos países ocidentais. Os autores também mencionam que Dang et al. (2018) empregaram um modelo de logaritmo natural dos ativos totais, faturamento e valor de mercado do patrimônio líquido como métrica de tamanho das empresas, enquanto Smyth, Boyes e Peseau (1975) usaram emprego, capital investido e ativos líquidos.

No Brasil, os dois principais métodos de classificação das empresas de menor porte são definidos pela quantidade de empregados e pela receita bruta anual (GUIMARÃES, CARVALHO & PAIXÃO, 2018). O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) classificam como microempresas aquelas com até nove pessoas ocupadas nas atividades de serviços e comércio, e como pequenas empresas as que têm entre dez e 49 pessoas ocupadas, enquanto nas indústrias de transformação e construção, estes números sobem para até 19 pessoas ocupadas, e pequenas empresas, entre 20 e 99 pessoas ocupadas (SEBRAE, 2014; SEBRAE, DIEESE, 2015; SEBRAE, FGV PROJETOS, 2020; IBGE, 2016). O segundo método, auferido pela receita bruta anual, é aplicado pela Receita Federal para admissão das empresas ao regime tributário do Simples Nacional, aplicável às microempresas (MEs) e empresas de pequeno porte (EPPs). De acordo com a Lei Complementar (LC) nº 123, de 14 de dezembro de 2006, atualizada pela LC nº 155, de 27 de outubro de 2016, são consideradas microempresas aquelas com receita bruta anual inferior ou igual a R$ 360 mil, e empresas de pequeno porte as que

obtiveram receita superior a R$ 360 mil e inferior ou igual a R$ 4,8 milhões, sendo que não podem aderir ao Simples Nacional aquelas empresas que tenham participação de capital de outra pessoa jurídica. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) utiliza classificação semelhante para definir o porte de seus clientes e direcionar seus programas, mas além das categorias micro e pequena, também define média empresa como aquela cuja receita bruta seja superior a R$ 4,8 milhões e igual ou inferior a R$ 300 milhões, e grande empresa, superior a R$ 300 milhões (BNDES, 2020).

Em 2016, as MPEs brasileiras (que congregam as MEs e EPPs) eram responsáveis por 54,5% do total de empregos formais (SEBRAE, DIEESE, 2018) e, de 2006 a 2019, criaram cerca de 13,5 milhões de empregos, mesmo período em que se observou as médias e grandes empresas fecharem 1,1 milhão de postos de trabalho (SEBRAE, FGV PROJETOS, 2020). Embora respondam por cerca de 30% da produção de riqueza do país (Tabela 1), na comparação internacional, a participação das MPEs no PIB brasileiro encontra-se abaixo da média de outros 32 países analisados (OECD, 2018).

Tabela 1. Valor adicionado pelas Micro e Pequenas Empresas no Total do PIB 2014 (%)

	2014	**2015**	**2016**	**2017**
Total	28,6%	29,4%	30,0%	29,5%
Comércio	10,1%	10,2%	10,2%	10,3%
Construção	3,0%	3,2%	3,2%	2,6%
Extrativa mineral	0,8%	0,5%	0,2%	0,6%
Transformação	3,1%	3,1%	3,3%	3,3%
Serviços	11,6%	12,4%	13,1%	12,7%

Fonte: SEBRAE, FGV Projetos (2020).

Além das classificações mencionadas, há também os microempreendedores que, com seus pequenos negócios de comércio e serviços ou de produção artesanal, exercem atividades de autoemprego e auferem baixo faturamento anual. Para incentivar algum grau de formalização destes trabalhadores, a LC nº128/2008 estabeleceu a figura do microempreendedor individual (MEI), que consiste num cadastro simplificado de pessoa jurídica, permitindo a contratação de um empregado com registro em carteira, possibilidade de emissão de nota fiscal dos produtos/serviços prestados e recolhimento de impostos reduzidos e simplificados, que garantem direitos previdenciários aos contribuintes.

Portanto, não somente a falta de unicidade nos critérios de categorização, mas também a heterogeneidade e abrangência inerentes ao segmento impossibilitam a construção de um padrão descritivo coeso. Na metáfora usada por Nogueira (2019, p.105), assim como a classe

dos animais mamíferos, que engloba da baleia ao ornitorrinco, passando pelo elefante, pelo morcego e pelo ser humano, o universo das MPMEs é composto por negócios de diferentes portes (de microempreendedores individuais a médias empresas) e pelos mais diversos estratos em termos de sofisticação tecnológica, inovação e escalabilidade.

Embora o potencial empregatício das empresas de menor porte seja evidente, é no voo para se tornarem empresas maiores que elas poderão dar contribuição significativa ao crescimento econômico. Pesquisa realizada pela *International Finance Corporation* (IFC, 2014) demonstrou que, num grupo de 21 países, as grandes empresas representam menos de 1% do número total de empresas existentes, ao mesmo tempo em que respondem por mais de 40% do valor agregado do PIB. Assim, uma economia em crescimento requer não apenas que as empresas de menor porte sejam empregadoras, mas também que sejam capazes de acessar o financiamento que lhes permita crescer (WFE, 2017). Apesar de sua importância econômica, as empresas de menor porte se defrontam historicamente com dificuldades que se constituem em obstáculos ao aprimoramento de sua produtividade e, consequentemente, ao seu crescimento e à contribuição que poderiam dar à economia (NOGUEIRA, 2019).

Em seu estudo sobre relações entre porte, setor e inovação tecnológica, Nogueira (2019) aplica a classificação de intensidade tecnológica proposta pela OCDE (2004) e utiliza os dados da Pesquisa de Inovação – Pintec 2014 (IBGE, 2016) para analisar características dos investimentos em inovação realizados por empresas do setor industrial.

Tabela 2. Dispêndios das empresas industriais brasileiras com inovação Pintec 2014 (%)

Porte	Gastos totais inovação/RLV[1]	Gastos em P&D/RLV[1]	Gastos aquisição M&E/RLV[1]	Outros gastos inovação/RLV[1]
De 10 a 99	2,06	0,31	1,28	0,46
De 100 a 499	2,06	0,59	1,11	0,30
500 ou mais	2,14	1,02	0,67	0,45
Total	2,11	0,84	0,84	0,44

Fonte: IBGE (2016); NOGUEIRA (2019). [1] RLV – receita líquida de vendas.

Os resultados apontam que 80,5% das MPEs brasileiras estão concentradas nos grupos de baixa e média-baixa tecnologias, enquanto nas empresas de médio e grande porte este percentual é reduzido, respectivamente, para 66,2% e 62,2%. No dispêndio de recursos com inovação (Tabela 2), observa-se que a parcela mais importante dos esforços de MPMEs nesse sentido é direcionada à aquisição de máquinas e equipamentos (M&E), para se manterem no estado da técnica, enquanto nas grandes empresas, o percentual mais expressivo é direcionado

a pesquisa e desenvolvimento (P&D), para que avancem o estado da arte. Porém, na comparação de esforço interno em P&D por porte e subsetor industrial, Nogueira (2019) destaca que, no setor de informática e eletrônicos, assim como nas indústrias de média-alta tecnologia dos setores de produtos químicos e elétricos, os esforços em P&D não apresentaram correlação direta com o porte das empresas, indo ao encontro do que sugeriram Cohen, Levin e Mowery (1987), sobre uma possível relação positiva entre inovação e porte ser estatisticamente insignificante quando os gastos em P&D são controlados pelo setor de atividade, pois este explicaria aproximadamente metade da variação da intensidade inovadora. Nogueira (2019, p.262) conclui que:

> Nesse caso, a pesquisa setorial pode ser o indicativo da existência de duas dinâmicas distintas na realidade brasileira. Em indústrias de maior conteúdo tecnológico, as oportunidades de ingresso para as MPEs se concentram em sua capacidade de ofertar produtos inovadores, induzindo-as a um maior esforço inovativo.
>
> Nas indústrias tradicionais, são as empresas de maior porte que efetuam esforços em P&D mais elevados, sendo as menores "seguidoras tecnológicas", limitando-se a acompanhar o desenvolvimento tecnológico por meio da modernização de seus processos.

Outros achados relevantes da pesquisa de Nogueira (2019) são: (i) três quartos das empresas responsáveis pela introdução de novos produtos no mercado são de pequeno porte, (ii) nos segmentos de alta tecnologia, as oportunidades de ingresso para as MPEs tendem a se concentrar em suas capacidades de ofertar produtos inovadores, induzindo-as a um maior esforço em P&D, enquanto nas atividades industriais de menor conteúdo tecnológico, os pequenos têm menores chances, (iii) nos setores de alta tecnologia, os esforços efetuados pelas pequenas empresas no desenvolvimento do estado da arte superam os das empresas maiores. Tais achados levam à constatação de que as empresas de menor porte no setor de alta tecnologia têm papel relevante, no avanço do "estado da arte" no Brasil.

Além das nomenclaturas anteriormente citadas (MPME, PME, MPE, ME, EPP, MEI) na última década também se observou a disseminação da terminologia *startup* no segmento no Brasil. Trata-se de um anglicismo, que pode ser entendido como "empresa emergente"[2], já que não há uma tradução literal que faça sentido em português. A classificação de uma empresa como *startup* não está relacionada ao seu faturamento ou número de empregados, como nas outras siglas, mas sim a características específicas de seu modelo de negócio. Segundo o SEBRAE[3], "uma *startup* é um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível

---

[2] Disponível em https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/pi/artigos/voce-sabe-o-que-e-uma-startup-e-o-que-ela-faz,e15ca719a0ea1710VgnVCM1000004c00210aRCRD (acesso realizado em 09/11/2020).
[3] Idem.

e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza", fatores estes que, aliados à vocação inovadora e ao ambiente altamente competitivo, diferenciam a *startup* de uma empresa tradicional. A Associação Brasileira de Startups (ABStartups), em seu estatuto, se refere às associadas como "empresas nascentes de base tecnológica e de inovação que trabalham em condições de extrema incerteza"[4] e a CVM como "empresas nascentes, em especial baseadas em tecnologia, ligadas à pesquisa e ao desenvolvimento de ideias inovadoras" (CVM, 2016, p. 27).

Embora sempre tenha sido usado para empreendimentos inovadores em estágio inicial, o termo *startups* se popularizou nos EUA durante a década de 1990, com o *boom* de empresas de tecnologia no Vale do Silício, California. Um compêndio de definições também é trazido por Tripathi et al (2018, p. 2):

> *With respect to startup definitions, Steve Blank (Blank & Dorf, 2012) defined it as "a temporary organization in search of a scalable, repeatable, profitable business model," whereas Erik Ries (2011) stated that it is "a human institution designed to create a new product or service under conditions of extreme uncertainty." Crowne (2002) described a startup as an organization with limited experience, working with inadequate resources, and influenced by several factors, such as investors, customers, competitors, and the use of dynamic product technologies.*

A definição de Qian, Mulas & Lerner, por sua vez, congrega a tríade de elementos que distinguem as *startups* – inovação, escalabilidade e alto crescimento (ou repetibilidade) – e também atenta para a sustentabilidade financeira desde as fases iniciais e para a presença massiva de modelos de negócio baseados em TICs:

> *Start-ups are defined as early-stage firms that are business ventures or social enterprises with a financial sustainability model—even if they are too young to make money. The firms use an innovative and technology-enabled approach to the product or service that the firms provide to ensure high growth and scalability. Those start-ups are primarily in the software, internet, and mobile application markets*. QIAN, MULAS & LERNER (2018, p.3)

A escalabilidade consiste na capacidade de alcançar rapidamente um grande número de clientes ou usuários, enquanto repetibilidade é a possibilidade de replicar o produto ou serviço sem que haja crescimento proporcional dos custos. Estas duas características funcionam como mola propulsora dos resultados das startups.

O que fica evidente diante da diversidade de tamanho, setores, complexidade produtiva, níveis tecnológicos, modelos de negócios e estágios de desenvolvimento dentro do segmento de empresas de menor porte é que o mesmo não pode ser tratado como um bloco monolítico

[4] Estatuto da ABStartups, art. 5º, disponível em https://abstartups.com.br/estatuto-abstartups/ (acesso realizado em 09/11/2020).

em suas necessidades de financiamento. O perfil de prazo, montante e custo suportável, bem como as fontes acessíveis e os instrumentos financeiros adequados diferem entre empresas com modelo de negócio inovador e aquelas com modelo tradicional, entre microempreendedores individuais e PMEs, entre empresas do setor de comércio e as do setor industrial, entre empresas pré-operacionais e aquelas em estágio inicial, e assim por diante.

As dificuldades de financiamento prejudicam desde a criação e escalabilidade de *startups*, até a melhoria da produtividade e o crescimento de empresas de pequeno e médio portes com modelos de negócios tradicionais. Levando em consideração a heterogeneidade do segmento, serão expostos nas próximas seções algumas das práticas e instrumentos financeiros que surgiram ao longo do tempo com o propósito de corrigir a falha dos mercados de crédito e de capitais em prover recursos às empresas de menor porte.

1.3 Fontes de financiamento a empresas de menor porte

1.3.1 Capital de Risco

Capital de risco, ou capital empreendedor, pode ser definido como o aporte de recursos financeiros realizado em troca de participação societária em empresas de menor porte com alto potencial de crescimento e rentabilidade, ou seja, perfil típico das *startups*. Sua missão é trazer, além do investimento, conhecimento e gestão profissional, com o objetivo de alavancar o crescimento da empresa, e, como resultado, obter ganhos expressivos no momento em que realizar a saída do negócio, ou seja, o desinvestimento pela venda da participação a longo prazo, isto é, 5 (cinco) a 10 (dez) anos após ter entrado (ABVCAP, 2010; SEBRAE, 2013, 2020).

Esta modalidade de investimento originou-se nos EUA há mais de 70 anos, com o nome de *venture capital*, mas disseminou-se somente a partir das décadas de 1980 e 1990, com a proliferação das *startups* do setor de tecnologia. Segundo Sahlman (1990, p.473), venture capital é "*a professionally managed pool of capital that is invested in equity-linked securities of private ventures at various stages in their development*" e ressalta que essa indústria aplica métodos de análise e monitoramento bem adaptados a ambientes caracterizados pela incerteza e assimetria de informações. A definição de Gompers e Lerner (2001, p.146) é bastante semelhante, mas destaca o foco em empresas não listadas em bolsa e com perfil de alto crescimento: *"independent, professionally managed, dedicated pools of capital that focus on equity or equity-linked investments in privately held, high growth companies"*. Os autores argumentam, ainda, que, para entender a indústria de capital de risco, é necessário que se

compreenda o funcionamento do “venture cycle”, ou ciclo de risco, composto pelas fases de captação, investimento, monitoramento e saída:

> *The venture capital cycle starts with raising a venture fund; proceeds through the investment in, monitoring of, and adding value to firms; continues as the venture capital firm exits successful deals and returns capital to its investors; and renews itself with the venture capitalist raising additional funds (...). (GOMPERS & LERNER, 2001, p.152)*

Autores apontam que o capital de risco desempenha um papel importante no incentivo à inovação e ao crescimento (KORTUM & LERNER, 2000; BERNSTEIN, GIROUD & TOWSEND, 2016; NANDA, SAMILA & SORENSON, 2017) e na produtividade (CROCE, MARTI & MURTINU, 2013).

No Brasil, há um esforço, por parte de diferentes autores e instituições, pela categorização das modalidades de capital de risco de acordo com os estágios de desenvolvimento da empresa, porém, que estes enquadramentos não são estanques, e guardam algumas variações entre si. Com base em Checa, Leme e Schreir (2001), Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), Nogueira (2019) e em materiais do SEBRAE (2020), ABVCAP (2015) e ABDI (2011), é possível identificar quatro modalidades principais de capital de risco prevalentes no Brasil: pré-semente, semente, *venture capital* e *private equity*.

O investimento pré-semente, também denominado pre-*seed* ou anjo, é focado em empresas que estejam em fase pré-operacional ou recém-operacional, de desenvolvimento de produtos e de validação do modelo de negócio, geralmente em seu primeiro ano de vida, auferindo pouca ou nenhuma receita. O aporte, na faixa de R$ 50 mil a R$ 500 mil, é realizado por investidores anjo, que geralmente irão atuar em alguma medida no aconselhamento dos empreendedores, ou por aceleradoras, que além dos recursos financeiros, irão prover mentoria e capacitação.

O capital semente ou *seed capital* é direcionado a empresas em estágio inicial, já estabelecidas, mas ainda em fase de validação do modelo de crescimento. O montante, entre R$ 500 mil e R$ 5 milhões, é aportado por grupos de investidores anjo e/ou fundos de investimento, que, além de prover os recursos, também irão atuar na capacitação gerencial e financeira do negócio.

O *venture capital*, além de significar o termo em inglês para a definição geral de capital de risco, no Brasil caracteriza uma das modalidades de investimento, e é com este sentido que será tratado daqui em diante. É direcionado a empresas que ainda estejam em estágios iniciais

de desenvolvimento, geralmente com até 4 anos de operação, que já tenham um modelo de negócio validado, mas ainda com alto potencial de expansão a ser explorado. Os recursos investidos giram em torno de R$ 5 milhões a R$ 30 milhões e são originários de fundos de *venture capital*, que atuarão diretamente na gestão ou no aconselhamento dos empreendedores. Neste estágio, é possível que ocorra mais de uma rodada de investimento.

O *private equity* é o investimento em empresas mais maduras, mas que ainda precisam de recursos para expandir a produção e distribuição, reforçar a marca, adquirir empresas do mesmo setor e se preparar para a abertura de capital. Também pode ser destinado à reestruturação de empresas que estejam com dificuldades financeiras. Os investidores neste estágio são os fundos de *private equity* e o valor do aporte é superior a R$ 30 milhões.

As descrições acima seguem a divisão sugerida por SEBRAE (2020), que se diferencia da classificação de ABVCAP (2015) apenas por acrescentar a fase pré-semente no início do ciclo. Já Nogueira (2019) divide as modalidades de capital de risco em capital anjo (que guarda semelhanças com a modalidade pré-semente), capital semente e *venture capital*, não fazendo menção a *private equity*. Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) incluem num único guarda-chuva *venture capital* os aportes que nomeou de semente (que equivale ao capital pré-semente, descrito acima), *startup* (equivalente ao capital semente, acima) e expansão (equivalente ao que acima se descreveu como *venture capital*), ressaltando, assim como Checa, Leme e Schreir (2001), ABVCAP (2010) e ABDI (2011), que convencionou-se empregar o termo *venture capital* (VC) para os investimentos em empresas que se encontrem em estágio inicial de desenvolvimento, geralmente *startups*, e *private equity* (PE) para os investimentos em empresas mais maduras e estabelecidas.

O investimento em capital de risco pode ser realizado por companhias de participações, fundos de investimentos estruturados para esta finalidade ou, ainda, por investidores individuais que disponham de capital para investir nesta atividade (ABVCAP, 2010, p.1). Porém, como será possível constatar a seguir, não se trata de uma possibilidade de diversificação de portfólio acessível ao investidor de varejo.

Os investidores-anjo são, em geral, pessoas físicas com experiência profissional relevante (empresários, executivos e profissionais liberais), que investem capital próprio em *startups* nos estágios iniciais, ou seja, nas rodadas pré-semente e semente. Sua participação no negócio costuma ser minoritária e não exercem posição executiva na empresa, mas apoiam o empreendedor atuando como mentores ou conselheiros (SEBRAE, 2020; NOGUEIRA, 2019).

A Lei Complementar 155/2016, conferiu segurança jurídica a esta figura e às empresas que se beneficiarem do investimento dela proveniente. Em seu artigo 61-A, a lei prevê que este tipo de aporte de capital não integra o capital social da empresa ME ou EPP, desde que as finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos constem do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos. O mesmo artigo estabelece, ainda, que o investidor-anjo não responderá por qualquer dívida da empresa e que será remunerado por seus aportes pelo prazo máximo de cinco anos.

Os fundos de investimento voltados à aquisição de participações societárias, e que moldaram o início da indústria de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) no Brasil, foram regulamentados pela Instrução CVM 209/1994, como Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), e posteriormente expandidos pela Instrução CVM 391/2003, que criou a figura do Fundo de Investimento em Participações (FIP), mais associado à modalidade *private equity*. Ambas as normas foram modernizadas, consolidadas e substituídas pela Instrução CVM 578/2016, que elenca 4 categorias distintas de FIPs: capital semente; empresas emergentes; infraestrutura ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento; e, multi-estratégia. O FIP capital semente foi concebido com o objetivo de fomentar o desenvolvimento de *startups* e, com relação à regulamentação anterior, trouxe vantagens ao permitir que os investimentos nesta modalidade sejam realizados em empresas organizadas sob a forma de sociedades limitadas com receita bruta anual inferior a R$ 16 milhões – acima deste limite, a empresa precisa se transformar numa sociedade por ações (ABVCAP, 2018).

Conforme explicado por Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), a indústria de PE/VC é composta basicamente por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas, sendo que:

> As organizações gestoras administram veículos de investimento (usualmente chamados de fundos de PE/VC). Os investidores (fonte dos recursos comprometidos com investimentos no setor) fazem aporte de capital nos veículos de investimento. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas (ou empresas do portfólio). O aporte dos veículos nas investidas geralmente ocorre por meio da compra de participação acionária. Outros instrumentos financeiros tais como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (warrants) também são usados. Os investimentos de PE/VC são temporários e de longo prazo. Os veículos costumam ter prazo de duração limitada. Findo o prazo, os gestores devem liquidar todos os investimentos e retornar os proventos aos investidores. (CARVALHO, RIBEIRO & FURTADO, 2006, p.1)

Para adquirir cotas de fundos PE/VC é preciso enquadrar-se na categoria de investidor qualificado (ABVCAP, 2018), da qual fazem parte: (i) “investidores profissionais”, (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1 milhão e

que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios e, ainda, (iv) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados (Instrução CVM 554/2014). Os investidores profissionais, por sua vez, são: (i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e (viii) investidores não-residentes (Instrução CVM 554/2014).

Assim como os contratos de participação dos investidores-anjo, os fundos também têm um prazo determinado para desinvestimento. Alguns dos mecanismos de saída são (i) listagem da empresa em bolsa e oferta pública de ações; (ii) venda estratégica, em geral para outra empresa ou grupo do mesmo setor, interessado em integrá-la verticalmente ou horizontalmente; (iii) venda secundária para outro investidor temporário, ou seja, repasse da participação para um outro fundo ou investidor-anjo; (iv) *buyback*, que é a recompra da participação pelo(s) empreendedor(es); ou (v) *write-off/down*, que é a liquidação total dos ativos da empresa, significando a descontinuação das operações (CARVALHO, RIBEIRO & FURTADO, 2006).

Embora o capital de risco seja considerado como uma das principais fontes de capital externo para financiamento da inovação por alguns autores, devido à maior habilidade em mitigar fatores como a assimetria de informações e a elevada incerteza (SAHLMAN, 1990; BLACK & GILSON, 1998; GOMPERS e LERNER, 2001; METRICK & YASUDA, 2010), outros colocam em dúvida as reais contribuições dessa modalidade para esse fim (ZIDER, 1998; MULCAHY, 2013; LEONEL, 2014).

No Brasil, a indústria de capital de risco é muito recente e desde o início de sua trajetória contou com o apoio institucional e financeiro do Banco Nacional de Desenvolvimento

Econômico e Social (BNDES) e da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), como será abordado na próxima seção.

Ao discutir o papel e a contribuição das organizações de *venture capital* para a modernização tecnológica da indústria brasileira, Leonel (2019) argumenta que dados apontam para uma falta de disposição desta indústria em assumir os riscos do financiamento à inovação. A alegação seria embasada nas seguintes observações: (i) investimentos feitos em empreendimentos com trajetórias tecnológicas bem definidas ou que são cópias de modelos bem-sucedidos em outros países; (ii) baixo número de organizações de *venture capital* dedicadas ao financiamento de *startups* de base tecnológica; e iii) ativismo do setor público implementando programas públicos de *venture capital* e aportando capital em fundos gerenciados pelo setor privado (LEONEL, 2019, p.126).

1.3.2 Direcionamento de recursos pelo setor público

O acesso a recursos financeiros é crucial para a determinação do nível de investimento e, como tal, afeta a trajetória de crescimento das empresas e da economia como um todo. Por este motivo, a ação do Estado com o objetivo de fomentar a inovação e o desenvolvimento do setor empresarial é prática comum, tanto em países desenvolvidos como naqueles em desenvolvimento. O direcionamento de recursos se dá via crédito ou participação no capital das empresas, mas o conjunto de mecanismos de intervenção pode variar bastante.

O crédito estatal é destinado apenas aos setores considerados estratégicos e se materializa por meio de mecanismos indiretos ou diretos. Os mecanismos indiretos baseiam-se em estímulos às instituições financeiras privadas – tais como garantias ou subsídio aos juros – com o intuito de alterar o risco, o custo e/ou o prazo das operações de crédito a determinados setores. Os mecanismos diretos consistem em concessão de crédito diretamente aos tomadores, via bancos de desenvolvimento, agências de fomento e bancos públicos (TORRES FILHO, 2009).

Os bancos de desenvolvimento usualmente fornecem recursos de longo prazo para investimento e são amplamente debatidos na literatura. As justificativas para sua ação não se restringem somente às falhas de mercado decorrentes da assimetria de informações, mas também à promoção de empuxo à fase ascendente e mitigação de desafios da fase descendente de ciclos econômicos, ao enfrentamento de incertezas associadas a investimentos em inovação e novos desafios (como mudanças climáticas, por exemplo), ao desenvolvimento de mercados e à alavancagem da internacionalização competitiva das empresas, entre outras (FERRAZ &

RAMOS, 2018). Neste debate, é notável a presença de duas correntes que se contrapõem. De um lado, aqueles como Lazzarini et al. (2015), que questionam a necessidade, eficiência e os efeitos benéficos deste tipo de instituição e da interferência estatal. De outro, os que acreditam no papel ativo e estratégico do Estado no financiamento, pois consideram que, para além das falhas causadas por assimetria de informações, o mercado seria, sobretudo, incapaz de lidar com a incerteza característica de projetos de longa maturação e caráter inovador, restando essa missão ao Estado, como defendido por Mazzucato e Penna (2016) e Chang (2006).

Os bancos de desenvolvimento se disseminaram após a 2ª Guerra Mundial, principalmente nos países não desenvolvidos, como estruturas alternativas aos bancos comerciais, para amenizar a incerteza e compensar as falhas de mercado no âmbito dos sistemas financeiros. De acordo com as Nações Unidas (ONU, 2006, p.9):

> *(...) national development banks can be defined as financial institutions set up to foster economic development, often taking into account objectives of social development and regional integration, mainly by providing long-term financing to, or facilitating the financing of, projects generating positive externalities.*

Yeyati, Micco e Panizza (2004, p.16), por sua vez, ressaltam a atuação dos bancos de desenvolvimento devido à insuficiência do setor privado:

> *While there is no universally accepted definition of what a development bank is, development banks are often described as financial institutions that are primarily concerned with offering long-term capital finance to projects that are deemed to generate positive externalities and hence would be underfinanced by private creditors.*

Após estudar as definições de diversos autores, Martins (2012, p.140) propôs que "bancos de desenvolvimento são estruturas de governança de caráter híbrido, criadas e controladas pelo Estado, com o objetivo de ampliar a funcionalidade dos sistemas financeiros, em todas suas dimensões, ao desenvolvimento econômico".

Não existe uma estrutura estanque para este tipo de instituição, mas sim características de atuação pautadas pelas especificidades de cada país. Conforme observado por Diamond (1957), há uma gama diversa em termos de estrutura societária, fontes de financiamento, grau de dependência governamental, objetivos e modus operandi dos bancos de desenvolvimento, mas os dois objetivos comuns a praticamente todos eles são a provisão de capital e a promoção empresarial quando há percepção de que esses requisitos para o crescimento econômico estão ausentes. Ao invés de trabalhar diretamente com o público, os bancos de desenvolvimento geralmente funcionam como instituições de segundo piso (ou seja, operando por meio de bancos

comerciais), focados em objetivos estratégicos intimamente relacionados ao desenvolvimento econômico do país ou de determinados setores (YEYATI, MICCO & PANIZZA, 2004).

O consenso de Washington e a onda neoliberal da década de 1990 colocaram em questão a atuação de bancos públicos no desenvolvimento econômico. Como observa Torres Filho (2009), o Banco Mundial, adotou posição contrária a este tipo de intervenção, em seu livro *Finance for Growth* (WORLD BANK, 2001, p.123), afirmando que "*(...) state ownership of banks tends to stunt financial sector development, thereby contributing to slower growth*", enquanto o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) adotou uma postura mais cautelosa a esse respeito, em seu Relatório "*Unlocking Credit*" (BID, 2004, p.156) sobre o progresso econômico e social da América Latina, sustentando que apesar do estudo ter encontrado "*some evidence in support of the idea that state-owned banks do not allocate credit optimally, it also shows that the results demonstrating that state ownership inhibits financial development and growth are less robust than previously thought.*

No Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem amplo histórico de atuação no financiamento de inovação e de empresas de menor porte. Três argumentos principais são lançados por Barboza et al. (2019) para justificar a atuação do BNDES junto às MPMEs. Primeiramente, apoiando-se em Beck e Demirguç-Kunt (2006) e em Ambrozio e outros (2017), assinalam que esse segmento é menos propenso a ter acesso a financiamento formal. Em segundo lugar, com base em estudo da OCDE (2018), apontam que as MPMEs sofrem de ineficiência alocativa, pois geralmente possuem nível de investimento aquém do desejável e estoque de capital abaixo do nível ótimo, denotando uma produtividade marginal do capital superior ao custo de oportunidade. Por extensão de raciocínio, com um retorno marginal do capital mais elevado, as MPMEs têm potencial de gerar impacto significativo no desenvolvimento se tiverem mais acesso a recursos. Por fim, apoiando-se em Biggs (2002), reconhecem que tais empresas conferem dinamismo à economia no que se refere ao processo de inovação e competitividade no mercado, além de serem responsáveis pela maior parcela de empregos formais no país (AFONSO, 2018). Os autores enfatizam, ainda, que uma das atribuições do banco é utilizar os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) para financiar políticas geradoras de emprego.

O reconhecimento do BNDES quanto à heterogeneidade dos negócios de menor porte – que, conforme discutido anteriormente, variam quanto a setor, número de empregados, região e tecnologias empregadas na produção – se reflete na diversidade de produtos ofertados pela instituição, incluindo crédito, garantias e participação acionária.

Por não contar com agências espalhadas pelo país, o BNDES atua de maneira indireta, aproveitando-se da capilaridade do sistema financeiro nacional para viabilizar o acesso das empresas aos recursos. Os produtos de crédito do BNDES voltados ao segmento de empresas de menor porte são: BNDES Finame, Cartão BNDES, Programa BNDES Giro, BNDES Automático, Programa MPME Inovadora, BNDES10, Linha de Crédito BNDES Pequenas Empresas e BNDES Microcrédito. Além de serem ofertados por meio de agentes financeiros repassadores, sua liberação ocorre com maior agilidade comparativamente às outras formas de apoio do banco (BARBOZA ET AL., 2019; NOGUEIRA, 2019).

O BNDES Finame, principal produto para a aquisição de máquinas e equipamentos pelas MPMEs, se divide em quatro linhas para aquisição de: (i) bens de capital com eficiência energética; (ii) equipamentos para geração de energias renováveis (painéis fotovoltaicos); (iii) ônibus e caminhões; e (iv) demais bens de capital., e foi responsável por R$ 16,2 bilhões em desembolsos em 2018 (neste total estão incluídos os desembolsos para financiamento de bens de capital agrícolas).

O Cartão BNDES consiste em um crédito rotativo com valor pré-aprovado pela instituição financeira aos proprietários do cartão, para que MPMEs financiem a aquisição de insumos para a produção, bens de investimento de menor valor e serviços. O montante desembolsado nesta modalidade em 2018 foi de R$ 1,9 bilhão.

O Programa BNDES Giro, que não se dirige somente a capital de giro, mas também à aquisição de bens de investimento, funcionando como uma porta de entrada de MPMES para operações de longo prazo. Em 2018, foram desembolsados R$ 4,4 bilhões sob essa rubrica e o prazo médio dos contratos celebrados no mesmo período foi de 47 meses, superior ao padrão do mercado de crédito, por volta de 34 meses.

Projetos de investimento e inovação das MPMEs são financiados pelo BNDES Automático e pelo Programa MPME Inovadora, que em 2018 tiveram desembolsos de R$ 6,6 bilhões e R$ 41 milhões, respectivamente. Dois novos produtos foram lançados em 2018 e 2019, o BNDES10, destinado aos segmentos de saúde, bens de capital, mobilidade, defesa, economia do conhecimento e eficiência energética, e a nova Linha de Crédito BNDES Pequenas Empresas, restrita a MPEs e que dispensa a apresentação de projetos, tornando-se uma opção mais ágil e adaptada às necessidades de pequenos investimentos. Cabe mencionar, ainda, o BNDES Microcrédito, que contou com desembolso de R$ 19,6 milhões em 2018 e será abordado em uma seção específica sobre o tema.

Outra frente explorada pelo BNDES, são os sistemas de garantia. O Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC) e o Fundo Garantidor para Investimentos (FGI) buscam mitigar os problemas de dificuldade de acesso e de elevadas taxas praticadas no crédito a MPMEs, tendo como principal vantagem a capacidade de alavancar recursos[5] (BARBOZA ET AL., 2019). Os fundos consistem em uma reserva de capital que é alocada ao tomador do empréstimo, mediante um encargo, e poderá ser ofertada em garantia à instituição financeira que concederá o crédito. O tomador pagará um encargo pelo uso do fundo, mas o custo será inferior ao spread de risco que seria cobrado caso não houvesse garantia considerada suficiente (NOGUEIRA, 2019).

Nas últimas duas décadas, o BNDES aumentou seus desembolsos para as empresas de menor porte. Em 2018, o crédito concedido somou R$ 31 bilhões e alcançou 150 mil MPMEs, majoritariamente destinadas à aquisição de máquinas e equipamentos (somando R$ 16,5 bilhões), projetos de investimentos (R$ 8,6 bilhões) e necessidades do dia a dia (R$ 6,9 bilhões). Deste total, a maioria dessas operações (87,4%) foi realizada de forma indireta, via agentes financeiros, com prazo médio de 68 meses (BARBOZA ET AL., 2019).

Barboza et al., 2019 argumentam que, ao estreitar o relacionamento entre tomadores e agentes financeiros, o BNDES contribui para reduzir as assimetrias de informação e aumentar a credibilidade de bons pagadores, trazendo ganhos de reputação às empresas e reduzindo o racionamento de crédito enfrentado por elas.

Além da atuação em crédito, desde meados da década de 1990, o BNDES participa de fundos de capital de risco nas modalidades *seed capital* e *venture capital*, destinados a investir em *startups*, principalmente de base tecnológica (BARBOZA ET AL., 2019; NOGUEIRA, 2019; MARTINS, 2012). Em 2019, o valor aproximado de capital investido pela BNDESPAR em 19 fundos de *seed* e *venture capital* era de R$ 1,06 bilhão (BARBOZA ET AL., 2019).

Os fundos Criatec são o exemplo emblemático da participação do BNDES neste nicho. O primeiro fundo mútuo de investimento em capital semente foi criado pela instituição em 2007 e teve mais duas edições, em 2011 e 2016. Os fundos proporcionaram recursos de longo prazo para empresas de base tecnológica, em estágio embrionário ou inicial, com perfil inovador e projeção de retorno elevado, sediadas no Brasil e com atuação prioritária em segmentos de tecnologia de informação e comunicação (TIC), agronegócios, nanotecnologia, biotecnologia e

[5] "No FGI, tem-se a possibilidade de geração de uma carteira garantida ativa de até R$ 12 bilhões em créditos para MPMEs com o uso de apenas R$ 1 bilhão de patrimônio desse fundo." (BARBOZA ET AL., 2019, p.25)

novos materiais (BARBOZA ET AL., 2019; NOGUEIRA, 2019). Em sua primeira edição, o Criatec investiu R$ 100 milhões, dos quais 80% do BNDES e 20% do BNB, em 36 empresas. Na edição de 2011, 31 empresas foram investidas e o desembolso do BNDES foi de 66% num total de R$ 186 milhões, complementado por outros 5 investidores. Em 2016, o fundo investiu em 12 empresas e atingiu R$ 217 milhões, dos quais 59% aportados pelo BNDES e o restante por 11 investidores. Em 2019, o banco aprovou o investimento de R$ 40 milhões no primeiro fundo de coinvestimento anjo, que realizará investimentos iniciais de até R$ 500 mil, em *startups*, obrigatoriamente em parceria com investidores anjo e/ou aceleradoras, na mesma proporção (BARBOZA ET AL., 2019).

1.3.3 Microcrédito: finanças de proximidade

O financiamento produtivo a pequenos e microempreendedores, formais e informais, utilizando metodologia específica de análise e acompanhamento dos tomadores, se tornou mundialmente conhecido como microcrédito. Difundido a partir da década de 1970, tendo como caso emblemático a experiência empreendida pelo professor Muhammad Yunus (YUNUS & JOLIS, 2003), em Bangladesh, seu objetivo principal é retirar as pessoas da situação de pobreza e alavancar o desenvolvimento local em comunidades de baixa renda, provendo crédito em montantes muito baixos, que viabilizem atividades microempreendedoras e de autoemprego. O microcrédito pode ser considerado como a iniciativa pioneira e inspiradora das microfinanças, uma gama mais ampla de serviços financeiros adaptados à realidade e às necessidades da população de baixa renda (RIBEIRO & CARVALHO, 2006).

O racionamento de crédito é potencializado ao extremo para o nicho da população tipicamente rejeitada pelo sistema financeiro tradicional por ser desprovida de garantias ou de histórico de pagamentos, fatores usuais de mitigação de risco. A adoção de modelos operacionais calcados na figura do agente de crédito e na configuração de empréstimos em grupo e progressivos, reduz os problemas relacionados à assimetria de informações, tornando o microcrédito uma solução inovadora (MORDUCH, 1999).

No Brasil, o microcrédito foi disseminado com maior evidência a partir da segunda metade da década de 1990. Com o intuito de padronizar a forma de concessão dessas operações e acompanhar sua evolução, o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu uma definição regulatória para o microcrédito em sua Resolução CMN nº 4152, de outubro de 2012:

> Art. 2º Considera-se operação de microcrédito a operação de crédito realizada com empreendedor urbano ou rural, pessoa natural ou jurídica, independentemente da fonte dos recursos, observadas as seguintes condições:

> I – a operação deve ser conduzida com uso de metodologia específica e equipe especializada; e
> II – o somatório do valor da operação de microcrédito com o saldo devedor de outras operações de crédito com o mesmo tomador deve ser inferior a três vezes o valor do Produto Interno Bruto (PIB) per capita, excetuando-se desse limite as operações de crédito habitacional.
> §1º A metodologia prevista no inciso I do caput inclui:
> I – avaliação dos riscos da operação, levando-se em consideração a necessidade de crédito, o endividamento e a capacidade de pagamento de cada tomador;
> II – análise de receitas e despesas do tomador, quando se tratar de operação com tomador individual;
> III – mecanismo de controle e acompanhamento diário do volume e da inadimplência das operações da instituição.
> § 2º Para fins desta Resolução, a equipe especializada referida no caput, inciso I, pressupõe a atuação de profissional encarregado e acompanhar a operação durante o período do contrato no local onde executada a atividade econômica do tomador."

O microcrédito assume diversas formas institucionais, com ou sem fins de lucro, mas todas com a mesma característica do crédito bancário, em que o originador do empréstimo assume o risco do montante total. Convencionou-se chamar de instituições de microfinanças (IMFs) todas as aquelas que ofertam microcrédito, sejam elas bancos, cooperativas, organizações não governamentais ou agências de fomento. Não obstante, muitas IMFs se apoiem em recursos financeiros oriundos do setor público e de organismos internacionais para financiar o início de suas atividades, o que faz esse tipo de instituição se diferenciar de iniciativas anteriores é o fato de seus pilares sugerirem a busca progressiva por sustentabilidade financeira e independência de subsídio, como forma viável de consolidação e expansão de suas atividades (RIBEIRO & CARVALHO, 2006).

A trajetória do microcrédito no Brasil caracteriza-se por uma lenta expansão comparativamente ao tamanho do mercado potencial. Monzoni Neto (2006) distinguiu 4 momentos históricos principais, cujos frutos não foram excludentes e caminham em paralelo até os dias atuais. O primeiro momento, iniciado na década de 1970, foi marcado pela articulação entre líderes locais e redes internacionais, que deram origem a iniciativas como o Projeto Uno, o Banco da Mulher e o CEAPE - Centro de Apoio aos Pequenos Empreendimentos. A incorporação dos novos aspectos metodológicos e técnicos na concessão de empréstimos contribuiu para a formação dos primeiros grupos de agentes de crédito com especialidade no mercado informal, capazes de analisar a viabilidade de negócios que não possuíam qualquer registro econômico-financeiro.

O segundo momento histórico ocorreu na década 1990, caracterizado pela atuação das organizações da sociedade civil, constituídas sob a forma de pessoas jurídicas de direito privado, sem fins lucrativos, que passaram a oferecer serviços de microcrédito e capacitação,

sobretudo voltados para o desenvolvimento local. Entre outros exemplos, destacam-se a Portosol, no Rio Grande do Sul, a Blusol, em Santa Catarina, e a VivaCred, no Rio de Janeiro. Em sua maioria, estas instituições se adaptaram ao marco legal que estabeleceu as Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIPs), em 1999.

No final da década de 1990 e início dos anos 2000, configura-se o terceiro momento, com atuação governamental destacadamente nas esferas estadual e municipal. São criados os Bancos do Povo e o programa Crediamigo, vinculado ao Banco do Nordeste do Brasil, banco público de desenvolvimento regional. Este último, desde então, tornou-se a iniciativa líder em termos de volume e número de clientes de microcrédito, e, em 2005, teve seu conceito expandido para o lançamento do programa Agroamigo, especializado no atendimento a comunidades rurais. Também o Governo Federal demonstrou seu apoio ao desenvolvimento do setor, por meio do programa Comunidade Solidária e do BNDES que, apoiado pelo BID, lançou o Programa de Crédito Produtivo Popular – PCPP (linha de crédito especial para alavancar as carteiras de IMFs) e o Programa de Desenvolvimento Institucional – PDI (manuais de capacitação em metodologia de análise, concessão e acompanhamento do microcrédito e cursos para treinamento de pessoal).

Um quarto momento histórico, praticamente em paralelo ao terceiro, é marcado pela entrada do setor privado no microcrédito, a partir da promulgação da Lei n°10.194/01 que autoriza a instituição de Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCM), posteriormente transformada em Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte (SCMEPP). Diferentemente das organizações civis sem fins lucrativos, estas instituições devem conciliar a obtenção de lucro com o objetivo de atender empresas de pequeno porte e conceder crédito a clientes que não possuam as garantias comumente exigidas pelos bancos. Ainda dentro do quarto momento, merece destaque a Lei 10.735/2003, que obriga os bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e a Caixa Econômica Federal a destinarem 2% dos depósitos à vista para operações de microcrédito produtivo ou para consumo, sob pena de tais recursos ficarem retidos sem remuneração.

Gonzalez, Porto e Diniz (2017) identificaram um quinto momento, com uma busca de integração do microcrédito a um conjunto mais amplo de políticas públicas de combate à pobreza e promoção de desenvolvimento. A criação do Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO), pela lei 11.110/2005, pode ser considerada seu marco inicial. O programa, gestado por um comitê interministerial, teve como linhas mestras: incentivar a geração de trabalho e renda entre os microempreendedores populares; disponibilizar recursos

para o microcrédito produtivo orientado, e; oferecer apoio técnico às IMFs, visando seu fortalecimento institucional para a prestação de serviços aos empreendedores populares.

Outros dois eventos importantes, ocorridos em 2011, enfatizam a atuação do Governo Federal com foco no microcrédito produtivo orientado (MPO). Primeiramente, o lançamento do Programa Crescer que, por intermédio de sete bancos públicos federais, passou a conceder empréstimos subvencionados pelo Tesouro Nacional aos tomadores de microcrédito produtivo com renda ou receita bruta de até R$ 120 mil por ano. O valor máximo de cada operação foi estabelecido em R$ 15 mil, com prazo para pagamento de 4 a 24 meses e isenção de IOF[6]. A segunda medida de incentivo, foi a Resolução CMN nº 4000, que estabeleceu que parte dos recursos da exigibilidade de 2% dos depósitos à vista fosse gradualmente direcionada a operações de microcrédito produtivo orientado a partir de janeiro de 2012, iniciando em 10% e chegando a 80% em julho de 2013. Esta mesma regulação permitiu o repasse de recursos entre instituições financeiras por meio do Depósito Interfinanceiro Vinculado a Operações de Microfinanças (DIM) para o cumprimento da exigibilidade (BCB, 2015).

Em 2018, a lei 13.636 ampliou o limite da renda ou receita bruta anual dos tomadores finais, elegíveis a empréstimos no âmbito do PMPO, de R$ 120 mil para R$ 200 mil; passou a prever a possibilidade de uso de tecnologias digitais e eletrônicas em substituição ao contato presencial no relacionamento direto das IMFs com os microempreendedores, e; delegou a normatização ao CMN. A Resolução CMN nº 4.713/2019 dispôs sobre a aplicação em operações de microcrédito produtivo orientado, de valor correspondente a, no mínimo, 2% da média dos saldos dos depósitos à vista captados pela instituição financeira (bancos comerciais, bancos múltiplos e a Caixa Econômica Federal), e também estabeleceu exigências para enquadramento das operação na modalidade de microcrédito produtivo, entre as quais: uso de metodologia específica de concessão e controle; acompanhamento por profissional especializado; taxa de juros efetiva máxima de 4% ao mês; valor máximo da taxa de abertura de crédito de 3% do valor do crédito concedido, vedada a cobrança de quaisquer outras taxas ou despesas; prazo da operação não inferior a 120 dias, sendo admitidas contratações por prazo menor, desde que não inferior a 60 dias, caso em que os limites para as taxas de abertura de crédito deverão ser reduzidos na mesma proporção; somatório dos saldos devedores das operações de microcrédito produtivo orientado do tomador, na mesma instituição financeira, não superior a R$ 21 mil; e somatório dos saldos devedores das operações de crédito do tomador

[6] Informações obtidas em 27/11/2020 em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/microcredito-brasil

contratadas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN), exceto as operações de crédito habitacional, não superior a R$ 80 mil.

O BNDES, que desde a década de 1990 já contribuíra para a formação dessa indústria com o PCPP e o PDI, também cumpre papel de destaque nesse quinto momento. A partir de 2003, o banco passou a atuar pelo Programa de Microcrédito (PM), intensificando a articulação entre diversos atores da sociedade civil e setor público visando à redução do custo para o tomador final. Em 2005, o programa foi rebatizado de PMC e buscou um alinhamento às diretrizes de atuação governamental estabelecidas no PNMPO para fortalecimento do setor. Uma nova fase se inicia em 2010, com a substituição do PMC pelo Programa BNDES Microcrédito, que nasce com dotação de R$ 250 milhões e objetivo de conferir maior agilidade e rapidez na concessão de crédito, garantindo perenidade de recursos para as instituições atuantes no 1º e 2º pisos[7]. Em 2012, o BNDES elevou a dotação orçamentária do programa para R$ 1 bilhão e ampliou seu prazo de vigência até o final de 2013, introduzindo a divisão em dois subprogramas, BNDES Microcrédito Agente Financeiro (responsável pelos repasses de recursos às instituições de 2º piso) e BNDES Microcrédito Agente Repassador (responsável pelos repasses de recursos diretamente aos microempreendedores)[8].

Em 2014, o Programa BNDES Microcrédito foi transformado em Produto BNDES Microcrédito, oferecido de forma permanente, sem prazo de expiração. O financiamento é concedido a instituições de microcrédito produtivo e orientado (IMPO), que, por sua vez, emprestam ao microempreendedor. Quando o microempreendedor amortiza o financiamento, a IMPO não devolve os recursos ao BNDES, mas tem a obrigação de emprestar novamente para outro ou para o mesmo microempreendedor. A participação do BNDES no repasse varia de 70% a 90%, dependendo do tipo de relacionamento do agente com o BNDES (se credenciado ou não), enquanto, na ponta final, o valor do crédito é limitado a R$ 20 mil, sendo elegíveis os empreendedores de atividades produtivas de pequeno porte com receita bruta anual de até R$ 360 mil[9].

Um sexto momento parece começar a se desenhar com a promulgação da lei 13.999, em maio de 2020, que trouxe alterações ao PMPO e um programa emergencial, o Programa

---

[7] Instituições de 1º piso são aquelas responsáveis pelo relacionamento direto com os empreendedores na concessão do microcrédito, enquanto instituições de 2º piso ficam a cargo do financiamento a instituições do 1º piso.

[8] Informações obtidas em 27/11/2020 em https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/microcredito/bndes-microcredito/historico-atuacao-bndes-microcredito/

[9] Idem.

Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe). Englobando MEIs, MEs e EPPs, o novo programa, de caráter temporário, teve o objetivo de destravar o crédito em meio às dificuldades extraordinárias impostas pela pandemia do Coronavírus. O programa estabeleceu regras referentes a prazos, valores máximos dos empréstimos e taxa de juros a serem praticados pelas instituições financeiras aderentes, que puderam requerer cobertura de até 85% do valor das operações ao Fundo Garantidor de Operações (FGO), o qual é administrado pelo Banco do Brasil e recebeu aportes da União para este fim.

No que tange às alterações feitas ao PMPO pela mesma lei 13.999/2020, destacam-se a inserção das Empesas Simples de Crédito (ESC) e do SEBRAE como operadores de MPO, sendo que as ESCs também foram autorizadas a operarem por meio de convênios com instituições financeiras públicas; a elevação do limite da renda ou receita anual para R$ 360 mil (que corresponde à classificação de microempresas de acordo com a LC nº123/2006); a eliminação da obrigatoriedade de contato presencial da instituição de crédito com o microempreendedor; a autorização ao CMN para estabelecer custos financeiros em razão da aplicação insuficiente de recursos em microcrédito e a isentar parte das instituições financeiras do cumprimento do direcionamento dos depósitos à vista para as operações de MPO, com base em critérios de proporcionalidade e de eficiência (BCB, 2020). Cabe lembrar que, antes desta lei, o CMN era responsável apenas pela definição do percentual do direcionamento de depósitos. No exercício do poder que lhe foi delegado pela nova lei, o CMN revogou a resolução nº 4713/2019 e a substituiu pela resolução CMN 4854/2020, que mantem a maior parte dos critérios para classificação das operações de microcrédito produtivo orientado e o direcionamento de 2% da média dos saldos dos depósitos a vista para essas operações. Porém, a nova resolução estabelece novos critérios para o cálculo, destacando-se as seguintes regras: (i) não devem ser computados no saldo dos depósitos sujeitos ao direcionamento os depósitos à vista captados por instituições financeiras públicas federais e estaduais dos respectivos governos, bem como de autarquias e de sociedades de economia mista de cujos capitais participem majoritariamente os respectivos governos, e também os depósitos à vista captados pelas instituições financeiras públicas estaduais titulados por entidades públicas municipais da respectiva unidade federativa; (ii) é facultado às instituições aplicarem fator de multiplicação de 2 ao saldo das operações de microcrédito produtivo orientado com pessoas naturais inscritas no Cadastro Único para Programas Sociais do Governo Federal, de que trata o Decreto nº 6.135.

Em dezembro de 2019, a carteira total de microcrédito voltado a atividades produtivas somava R$ 75,2 bilhões, dos quais 79% estavam alocados em clientes pessoas físicas, que

representavam 72% do total de clientes da carteira. As operações de crédito rural destinadas a investimento representavam 51,4% na carteira ativa, seguidas por operações de crédito rural destinadas a custeio, com participação de 8,5%, e operações de microcrédito produtivo orientado destinadas a capital de giro, que representavam 7,6% (BCB, 2020). O valor médio dos empréstimos é inferior a R$ 11 mil e o perfil de renda ou receita bruta nas faixas até a 3 (três) salários-mínimos representa algo em torno de 40% da carteira de clientes (considerando-se os meses de dezembro de 2018 e 2019)[10].

Apesar de eficiente, a tecnologia de mitigação de risco do microcrédito eleva demasiadamente seu custo, por ser intensiva em mão-de-obra e aplicada a baixos montantes individuais de empréstimos. Não somente as altas taxas, mas também o prazo relativamente curto e os valores limitados tornam o microcrédito uma opção inviável e insuficiente para *startups* ou empresas de menor porte que busquem recursos para fins de investimento.

1.4 Uma demanda não atendida demanda e novas soluções

De acordo com estimativas da *International Finance Corporation* – IFC (IFC, 2017), a demanda não atendida por financiamento de MPMEs em países emergentes é da ordem de US$ 5.2 trilhões, aproximadamente 1,4 vezes o valor de recursos efetivamente destinado ao setor. O estudo cobriu 128 países, nos quais encontrou aproximadamente 162 milhões de MPMEs formais, 67% das quais localizadas no Brasil, China e Nigéria. Além de calcular que 65 milhões de MPMEs sofrem racionamento de crédito total ou parcial, representando 40% do total de empresas dos países pesquisados, o estudo ainda estimou que haja uma demanda potencial por financiamento de US$ 2.9 trilhões por parte de empresas informais nestes mesmos países.

Apesar do reconhecimento acerca da importância das empresas de menor porte para a economia e do desenvolvimento, ao longo do século XX, de ações e instrumentos por parte de Estado e mercado para amenizar o racionamento de crédito aos diferentes perfis que compõem esse segmento tão diverso, a demanda não atendida por financiamento continua elevada, fazendo com que aflorem novas soluções.

Prova disso, é a atual expansão das finanças alternativas, que emergiram em um contexto de ascensão dos padrões tecnológicos, disseminação do acesso à internet e abalo sísmico provocado pela crise financeira internacional de 2008. Essa nova indústria financeira, descolada do sistema bancário e do mercado de capitais tradicional, se desenvolve com vocação

[10] Cálculos efetuados com base em dados disponíveis em BCB (2020).

para atender empresas de menor porte. Entre os modelos de financiamento que se enquadram nessa nova lógica, e que serão explorados no próximo capítulo, figura o *crowdfunding* de investimento, tema central desta tese.

2. FINANÇAS ALTERNATIVAS

Este capítulo volta-se ao segundo objetivo específico desta pesquisa, e se dedica ao entendimento da onda de instrumentos de financiamento inovadores, que se disseminaram com maior ênfase a partir da crise financeira de 2008, e também a apontar os fatores que motivaram a escolha de estudar especificamente a modalidade *crowdfunding* de investimento neste trabalho.

O termo Fintech, junção das palavras finanças e tecnologia em inglês, é utilizado para denominar uma variedade de modelos de negócios inovadores e tecnologias emergentes com potencial de transformar a indústria de serviços financeiros (IOSCO, 2017, p.6). As finanças alternativas, tradução aqui adotada para a expressão "*alternative finance*", nascem como uma das vertentes desse movimento e referem-se aos produtos e serviços que, nos últimos anos, começaram a se desenvolver fora do setor bancário e do mercado de capitais, por meio de instrumentos e sistemas inovadores e com uso predominante de TICs, em especial da internet (WORLD BANK & CCAF, 2019).

Este subsetor da indústria Fintech começou a ganhar força a partir da crise financeira internacional de 2008. Por meio do ambiente virtual, plataformas eletrônicas atuam como intermediárias, viabilizando que pequenos montantes de recursos oriundos de múltiplos investidores sejam destinados ao financiamento de indivíduos ou empresas. Com base neste princípio, as finanças alternativas apresentam potencial para ajudar no desenvolvimento do sistema financeiro, reduzindo barreiras ao financiamento de MPMEs, expandindo as oportunidades de financiamento do consumo e aumentando a competitividade nos serviços financeiros:

> *Alternative finance may help to address some of the most important priorities for financial sector development - reducing barriers to micro, small and medium size enterprises' (MSMEs) access to finance, expanding opportunities for consumer finance and increasing competition in financial services. This is because alternative finance providers have some advantages over traditional financial institutions, including streamlined, fully online procedures for loan approvals or equity decisions which should result in a lower cost of funds (risk being equal). Depending on the business model, they also include incorporating insights from non-traditional sources such as social media, payment histories (such as from e-commerce platforms), and insights from existing customers who are familiar with the borrowing firms – reducing information asymmetries and promoting access.* (WORLD BANK & CCAF, 2019, p.13)

Alguns autores, como Zhang, Collins e Baeck (2014), utilizam o termo "*alternative finance*" para congregar a miríade de modelos desenvolvidos com base nestas características:

> *Alternative finance covers a variety of new financing models that have emerged outside of the traditional financial system, that connect fundraisers directly with funders often via online platforms or websites.*
>
> *(...) alternative finance is an umbrella term that covers a range of very different models from people lending money to each other or to businesses, to people donating to community projects and businesses trading their invoices. The distinctions between these models are important as they differ enormously in the types of people and organisations that use them, why they use them and the nature, form and amount of financial transactions that take place.* (ZHANG, COLLINS, BAECK, 2014, p.7-8)

Porém, não raro, a literatura apresenta variações de nomenclatura sobre o tema e nota-se que a expressão *crowdfunding* é usada com sentido análogo a *alternative finance*, para definir o guarda-chuva que abriga as diversas modalidades de captação de recursos via internet[11].Como costuma ocorrer com temas emergentes, as definições sobre *crowdfunding* ainda estão passando por um fluxo evolucionário, sendo limitante considerar apenas uma como completa (MOLLICK, 2014).

O termo *crowdfunding* pode ser traduzido livremente como "financiamento pela multidão". Sua dinâmica consiste na utilização de websites ou plataformas online para mobilização de um conjunto de pessoas mais abrangente do que família e amigos, dispostas a contribuir financeiramente para viabilizar um projeto, causa ou empreendimento. Em uma das definições para o termo, Belleflamme e Schwienbacher (2014, p.588), descrevem *"Crowdfunding involves an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in the form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes"*.

No Brasil, o *crowdfunding* também é popularmente conhecido como "financiamento coletivo" e, segundo Martins e Silva (2014), é uma forma alternativa de financiamento que conecta diretamente aqueles que podem ofertar, emprestar ou investir recursos, com aqueles que necessitam de financiamento para projetos ou negócios específicos. Além disso, sua composição caracteriza-se por contribuições de pequeno valor, originárias de um grande número de indivíduos e, geralmente, efetuadas de forma anônima.

Com origem na Inglaterra e EUA, o *crowdfunding* é um conceito relativamente antigo e que inicialmente disseminou-se como fonte de recursos para causas sociais, projetos culturais e até campanhas políticas, como a do ex-presidente norte-americano Barack Obama. Impulsionado por seu caráter fortemente baseado em inovação tecnológica, disseminou-se globalmente e passou a ser utilizado como instrumento de captação por empreendedores,

[11] Alguns dos autores que utilizam essa nomenclatura são KIRBY & WORNER, 2014; BANCO MUNDIAL, 2013.

startups e empresas de pequeno porte que necessitam de recursos para crescer. Neste processo de amadurecimento, o *crowdfunding* adotou progressivamente características de instrumento financeiro, se apresentando como opção de investimento com fins de lucro e, conforme observado por Schwienbacher e Larralde (2012), emergindo como uma alternativa viável de capital para negócios e ideias inovadoras e empreendedoras.

A definição do Banco Mundial, em um relatório sobre o potencial do *crowdfunding* para os países em desenvolvimento (WORLD BANK, 2013, p.8) ressalta a existência de modalidades de doação e investimento: "*Crowdfunding is an Internet-enabled way for businesses or other organizations to raise money in the form of either donations or investments from multiple individuals".*

Já Kirby & Worner (2014), acrescentam em sua definição as descrições das modalidades de empréstimo e participação societária:

> *Crowd-funding is an umbrella term describing the use of small amounts of money, obtained from a large number of individuals or organizations, to fund a project, a business or personal loan, and other needs through an online web-based platform. Peer-to-peer lending is a form of crowd-funding used to fund loans which are paid back with interest. Equity crowd-funding is the raising of capital through the issuance of stock to a number of individual investors using the same method as crowd-funding.* (KIRBY & WORNER, 2014, p.8)

Um atributo crucial do *crowdfunding* destacado por Mollick (2014) alude à desintermediação financeira, uma vez que o processo de captação ocorre sem participação de instituições financeiras tradicionais:

> *(...) Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social, and for-profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries.* (MOLLICK, 2014 p.2)

As campanhas, ou ofertas, podem ser do tipo "tudo ou nada", em que o montante arrecadado só é efetivamente destinado aos proponentes caso atinja-se o valor alvo, ou "flexível", quando o montante arrecadado é destinado aos proponentes mesmo que o valor alvo não seja atingido (VIOTTO, 2015).

A definição proposta por Mollick (2014), de certa forma sintetiza as definições anteriormente expostas:

> *In an entrepreneurial context, the following definition provides specificity while allowing room for the continued evolution of the concept: Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social, and for-profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries.* (MOLLICK, 2014 p.2)

De todas as características e desdobramentos mencionados até aqui, é possível extrair alguns aspectos fundamentalmente inovadores inerentes a esse instrumento emergente de financiamento: (i) padrão tecnológico de comunicação (internet) como principal agente de conexão entre investidores e tomadores; (ii) ausência de intermediários financeiros tradicionais como protagonistas no processo de captação; (iii) aportes de pequenos montantes efetuados por significativo número de indivíduos; e, (iv) multiplicidade de objetivos, tanto por parte de tomadores como de investidores ou doadores. Com base nas tentativas de estabelecimento de uma taxonomia disponíveis na literatura[12], depreende-se que a evolução do *crowdfunding* revela duas vertentes marcadamente distintas em seus objetivos: o *crowdfunding* comunitário e o *crowdfunding* com retorno financeiro. Ainda no âmbito das finanças alternativas, além do *crowdfunding*, também ganharam destaque as captações de recursos por meio de *initial coin offerings* (ICOs), que, sob alguns aspectos, se assemelham à lógica do *crowdfunding*. As seções que se seguem trazem uma descrição das principais especificidades dessas três formas inovadoras de captação de recursos e, por fim, uma explicação dos fatores que motivaram o enfoque do restante deste trabalho em apenas uma das modalidades apresentadas.

2.1 *Crowdfunding* comunitário

Segundo a tipologia proposta por Kirby & Worner (2014), esta categoria congrega as modalidades doação, recompensa e pré-vendas, que angariam fundos para projetos criativos, artísticos ou causas sociais. Os indivíduos que aportam recursos não visam lucro, mas apenas identificam-se com as causas e projetos ou contentam-se com os privilégios oferecidos em troca da contribuição.

O *donation crowdfunding* (*crowdfunding* doação) é constituído por doações com propósitos altruístas, geralmente destinadas a causas sociais, sem que haja qualquer tipo de recompensa material em contrapartida. Já no *reward-based crowdfunding* (*crowdfunding* recompensa) os doadores recebem recompensas intangíveis (reconhecimento simbólico sob a forma de agradecimentos, menções etc) ou tangíveis (relacionadas ao projeto financiado, tais como um exemplar de livro autografado, ingressos para uma peça de teatro ou souvenirs). Por fim, o *pre-sales crowdfunding* (crowdfunding pré-venda) engloba os casos em que a contribuição é feita em troca de acesso em primeira-mão a um produto ou serviço ainda não lançado e que será desenvolvido graças aos recursos obtidos pela campanha. O *reward-based* e

[12] Para mais detalhes sobre as categorizações do *crowdfunding*, ver World Bank (2013), European Commission (2015), De Buysere e outros (2012), Kirby e Worner (2014), Zhang e outros (2014), Méric e outros (2016).

o *pre-sales crowdfunding* guardam princípios muito semelhantes e por vezes aparecem na literatura como uma única categoria, como em (LAMBERT & SCHWIENBACHER, 2010).

2.2 *Crowdfunding* com retorno financeiro

Esta categoria caracteriza-se pela expectativa de obtenção de lucro por parte dos investidores e é dela que podem se beneficiar as empresas de menor porte não atendidas pelo mercado de crédito tradicional e pelos aportes de fundos de *venture capital*. Distinguem-se duas modalidades principais: o *peer-to-peer lending* (empréstimo aos pares) e o *investment-based crowdfunding* (*crowdfunding* de investimento).

2.2.1 Peer-to-peer lending

O *peer-to-peer lending*, ou empréstimo aos pares, consiste no levantamento de capital por meio de empréstimos coletados pela plataforma junto a vários credores e destinados a pessoas físicas ou a empresas, preservando-se o anonimato entre as partes. Os tomadores pagam juros e devem devolver os recursos em um prazo pré-determinado. Os investidores, por sua vez, exercem o papel de credores, já que o capital investido é remunerado pelo pagamento de juros efetuado pelos tomadores. Embora exerçam o papel de intermediação, as plataformas não assumem o risco de inadimplência, que fica inteiramente por conta dos investidores.

Observam-se variações na regulação do *peer-to-peer lending* ao redor do mundo. Kirby & Worner (2014, p. 29) tipificam os regimes regulatórios usualmente encontrados, de acordo com o estágio de desenvolvimento deste mercado e a definição regulatória da jurisdição. Alguns países não têm mercado de *peer-to-peer lending* e, portanto, ainda não têm necessidade de regular a indústria, outros não regulam devido a uma ausência de definição com relação ao serviço fornecido aos investidores e por considerarem o mercado ainda muito pequeno. Há também aqueles que optam por aplicar as regras já vigentes para proteger os tomadores de taxas de juros abusivas e de propaganda enganosa, por exemplo.

Em algumas jurisdições, dependendo das atribuições das plataformas de *peer-to-peer lending*, as mesmas podem ser classificadas como intermediários ou *brokers*, o que requer registro junto ao regulador, bem como o cumprimento de requisitos e obrigações quanto à condução dos negócios em termos de transparência, prestação de informações, coleta e distribuição dos recursos e plano de contingência. Nos países em que as plataformas são classificadas como bancos devido à sua função de intermediário de crédito, precisam obter uma

licença e atender a requisitos mais complexos. Há, ainda, países que simplesmente proíbem a prática do *peer-to-peer lending*, por acreditarem ser mais nocivo do que benéfico.

No Brasil, inicialmente, as plataformas de *peer-to-peer lending* não se enquadravam como instituições financeiras na regulamentação existente e não tinham permissão para operar de forma independente na intermediação de recursos. O exercício de suas atividades dependia de vinculação a alguma instituição financeira reconhecida pelo Banco Central. Somente a partir de abril de 2018 a atividade passou a ser regulamentada pela Resolução CMN 4.656, que estabeleceu a figura da sociedade de empréstimos entre pessoas (SEP). A SEP é definida como instituição financeira que tem por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. Os recursos financeiros coletados dos credores são direcionados aos tomadores pela SEP, após negociação realizada em sua plataforma. Os credores podem ser pessoas físicas, pessoas jurídicas não financeiras, instituições financeiras, fundos de investimento em direitos creditórios (FDIC) com cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados e companhias securitizadoras que distribuam os ativos securitizados exclusivamente a investidores qualificados. O *peer-to-peer lending* não é voltado somente a empresas e atividades produtivas, admite que tomadores sejam pessoas físicas ou jurídicas, desde que residentes e domiciliadas no Brasil.

2.2.2 Crowdfunding de investimento

O *investment-based crowdfunding*, ou *investment-crowdfunding*, ou *crowdfunding* de investimento, por sua vez, consiste na captação de recursos exclusivamente destinada a empresas, por meio de instrumentos característicos do mercado de capitais. Subdivide-se em dois tipos, o *debt-crowdfunding*, quando as ofertas envolvem a emissão de títulos de dívida remunerados por taxas de juros de longo prazo, e o *equity-crowdfunding*, em que os recursos são captados por emissão de ações ou instrumentos de dívida conversível em participação societária e a expectativa dos investidores é de remuneração por dividendos futuros e ganho de capital (KIRBY & WORNER, 2014). Em ambos os casos, a captação apresenta vantagens sobre a modalidade *peer-to-peer lending*, pois os prazos são mais dilatados e os custos da oferta são menos onerosos do que as taxas de juros cobradas nos empréstimos.

A divulgação dos projetos/empresas e das ofertas ocorre em ambiente virtual mantido por essa nova modalidade de prestador de serviços – a plataforma eletrônica, que faz a ligação entre os empreendedores e aqueles que desejam investir remotamente. Portanto, o *crowdfunding* de investimento compreende, de um lado, empresas de menor porte que visam

captar recursos para financiar e viabilizar a realização de suas ideias, projetos e/ou empreendimentos (geralmente em estágio inicial), e, de outro, investidores interessados em adquirir participação societária ou títulos remunerados (CVM/FGV, 2019, p.40-41).

O processo de captação inicia-se com a divulgação da oferta pela plataforma eletrônica, via internet, e com a disponibilização de um conteúdo (geralmente em vídeo) de apresentação da empresa ou do projeto pelos empreendedores, etapa conhecida como *pitch*. Os potenciais investidores podem enviar suas dúvidas e fazer reservas de investimento. Quando (e se) a meta de valor da oferta for atingida, os investidores se tornarão detentores de títulos de participação no capital social da emissora ou títulos de dívida conversíveis em participação no negócio, ao passo que os empreendedores receberão os recursos para colocar o projeto em prática (CVM/FGV, 2019, p.41).

Apesar de beneficiar os tomadores devido ao baixo custo de capital, e os investidores de varejo por permitir que invistam em empresas com potencial de alto rendimento, oportunidade antes restrita apenas aos fundos de *venture capital*, o *crowdfunding* de investimento se caracteriza como investimento de risco (KIRBY & WORNER, 2014) e os reguladores não tardaram a se mobilizar no mundo todo, para compreender a dinâmica deste mercado e aplicar algum nível de regulação.

No Brasil, as operações se iniciaram em 2014 e foram inicialmente enquadradas na dispensa de registro da oferta, estabelecida na Instrução CVM 400/03 e na dispensa de registro do emissor, pela Instrução CVM 480/09 (CVM, 2016), até a emissão de regulação específica, pela Instrução CVM 588, em julho de 2017.

2.3 *Initial Coin Offerings* - ICOs

Os ICOs consistem na criação de *tokens* digitais por empresas (geralmente *startups*) para investidores, em troca de moeda fiduciária ou criptomoedas dominantes de primeira geração, como Bitcoin (OECD, 2019, p.7). Para a CVM, "podem-se compreender os ICOs como captações públicas de recursos, tendo como contrapartida a emissão de ativos virtuais, também conhecidos como *tokens* ou *coins*, junto ao público investidor"[13].

Os ICOs são viabilizados pelo uso de *Distributed Ledger Technologies* (DLTs), como o *Blockchain*, que facilitam a troca de valor sem a necessidade de uma autoridade central ou

[13] Nota da CVM sobre o tema, publicada em 11/10/2017, disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offering--ico--a0e4b1d10e5a47aa907191d5b6ce5714, acesso em 17/12/2020.

intermediário confiável, o que permite importantes ganhos de eficiência, com economias de custos e velocidade de execução, impulsionados pela desintermediação. Os *tokens* são protegidos por criptografia e se beneficiam das características dos DLTs sobre os quais são construídos, como transparência, segurança e imutabilidade do livro razão, dada sua natureza distribuída (OECD, 2019, p.7). Os sistemas DLT são novas ferramentas de contabilidade compartilhada que permitem a manutenção de registros distribuídos sem a necessidade de depender de um único controlador. Essas novas infraestruturas compartilhadas permitem a criação de ativos originalmente digitais (ou seja, ativos que só existem em formato digital dentro dos limites do sistema de emissão), bem como a "tokenização" de ativos existentes (ou seja, representação digital de ativos, incluindo direitos, mantidos em outro lugar). *Blockchains* e outros sistemas DLT permitem que tais ativos sejam transferíveis através das fronteiras organizacionais (WORLD BANK & CCAF, 2019, p.15).

A *European Securities and Markets Authority*, atenta para o fato de que os ICOs podem ter características e propósitos variados. Os *tokens* ou *coins* emitidos podem servir para acessar ou comprar um produto ou serviço a ser desenvolvido pelo emissor usando os recursos da oferta; em outros casos, fornecem direitos de voto ou uma participação nas receitas futuras do empreendimento; ou podem ser representativos de um valor mobiliário, como direitos de participação no capital da empresa emissora; e, por fim, podem ser desprovidos de valor tangível. Neste último modelo enquadram-se *tokens* ou *coins* puramente especulativos (WISNIEWSKA, 2018; ESMA, 2017).

De acordo com a OECD (2019), participantes de mercado descreveram os ICOs como um "*crowdfunding on the blockchain*", pois quando os *tokens* são usados como meio de troca para um produto ou serviço que ainda será desenvolvido, seguem lógica semelhante à do *crowdfunding* recompensa ou pré-venda. Já a comparação com o *crowdfunding* de investimento, é menos direta, dado que a maioria dos ICOs não confere propriedade ou participação nos lucros. Ambos os mecanismos de financiamento são baseados em tecnologia e sistemas de pagamento online para facilitar as transações, e ambos são adequados para o financiamento inicial de empresas. No caso do *crowdfunding*, os produtos ou serviços tendem a estar em um estágio mais avançado de desenvolvimento, com pelo menos um protótipo implementado quando a campanha é lançada, em comparação com ICOs que estão principalmente no nível de conceito no momento da oferta. Outra diferença importante é que, ao contrário do *crowdfunding*, em que uma plataforma é necessária para que a campanha seja

lançada, os ICOs não dependem de um intermediário, mas estão sujeitos a outras despesas no processo, tais como custos de listagem, que são inexistentes no *crowdfunding*.

A grande vantagem operacional dos ICOs para as empresas de menor porte, segundo a OCDE, é o acesso a um número ilimitado de investidores: "*SMEs are granted direct access to an unlimited investor pool and the liquidity of tokens issued in ICOs is one of most important benefits of ICOs when compared to conventional start-up financing mechanisms such as Venture Capital (VC) funding*" (OECD, 2019, p.7). Entretanto, cabe observar que o fato de haver um ambiente operacional adequado para que se crie liquidez, não significa que a liquidez necessariamente se concretizará, pois a mesma também depende de fatores exógenos.

Assim como em vários outros países, considerando o avanço das operações de ICOs, a CVM fez esclarecimentos ao público, em nota divulgada em seu *website* em 11/10/2017[14], de que, por se tratarem de captações públicas de recursos que têm como contrapartida a emissão de ativos virtuais, os mesmos, por sua vez, a depender do contexto econômico de sua emissão e dos direitos conferidos aos investidores, poderão se caracterizar como valores mobiliários, nos termos do art. 2º, da Lei 6.385/76 e, portanto, se enquadrar na legislação e regulamentação pertinentes, devendo se conformar às regras aplicáveis. Informou, ainda, que incorrem na mesma situação as empresas ou outros emissores que captem recursos por meio de uma ICO, em operações cujo sentido econômico corresponda à emissão e à negociação de valores mobiliários, mas que poderão existir casos em que os ativos virtuais emitidos não representem valores mobiliários e, dessa forma, não estarão sujeitos à regulação mencionada. A CVM também informou que valores mobiliários ofertados por meio de ICO não podem ser legalmente negociados em plataformas específicas de negociação de moedas virtuais (*virtual currency exchanges*), pois as mesmas não estão autorizadas a disponibilizar ambientes de negociação de valores mobiliários no território brasileiro.

No mesmo comunicado, constou um alerta da autarquia com relação aos riscos destas operações, tais como fraudes e esquemas de pirâmides (Ponzi) e a inexistência de processos formais de adequação do perfil do investidor ao risco do empreendimento (*suitability*), entre outros, e a recomendação aos potenciais investidores para que verifiquem no *website* da CVM se o ofertante é registrado na CVM ou se a oferta foi registrada ou dispensada de registro.

---

[14] Nota da CVM sobre o tema, publicada em 11/10/2017, disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/initial-coin-offering--ico--a0e4b1d10e5a47aa907191d5b6ce5714, acesso em 24/04/2021.

Diante do exposto depreende-se que, para a realização de ICOs no Brasil, a forma de verificação do enquadramento de um *token* como valor mobiliário inspira-se no Teste de Howey, de acordo com o qual, segundo Henderson e Raskin (2019), a existência de quatro elementos caracteriza um valor mobiliário: (i) investimento de recursos financeiros; (ii) em um empreendimento comum; (iii) com esforço de outros, e; (iv) com a expectativa de lucro.

Num caso ocorrido em 2017, o ICO da *Niobium Coin*, a área técnica da CVM concluiu que os *tokens* desta oferta não poderiam ser enquadrados como valor mobiliário em razão de não haver remuneração, participação ou parceria oferecidas aos investidores, caracterizando-se, portanto, como *utility tokens*. Em 30/01/2018, o Colegiado da CVM corroborou com o parecer da área técnica sobre o caso, ressaltando, entretanto, que a decisão se circunscrevia à análise da *Niobium Coin*, em nada impactando a atuação da Autarquia em relação a ofertas que envolvam produtos que, independentemente de sua denominação, possam ser caracterizados como valores mobiliários[15].

Embora a falta de clareza regulatória atualmente exponha os investidores dos ICOs a riscos de uma oferta irregular, se for devidamente regulado e supervisionado, este instrumento tem grande potencial ao oferecer uma nova maneira de levantar capital para projetos utilizando tecnologias de DLTs e *blockchain*, pois há benefícios de ganho de eficiência, economia de custos e velocidade de execução (OECD, 2019).

2.4 *Crowdfunding* de investimento como opção de financiamento de longo prazo

As modalidades de *crowdfunding* com retorno financeiro e ICO representam novas possibilidades de financiamento, somando-se às iniciativas abordadas no primeiro capítulo, no combate ao racionamento de crédito sofrido pelas empresas de menor porte. Porém, estes novos instrumentos apresentam especificidades que, confrontadas com a postura regulatória adotada por cada país, determinam sua utilização em maior ou menor grau.

Conforme visto nos itens anteriores deste capítulo, no Brasil, o *peer-to-peer lending* teve seu início oficial somente a partir de abril de 2018, quando foi criada a figura das SEPs, e os ICOs transitam numa zona de insegurança jurídica, pois sua classificação regulatória depende da interpretação das características de cada oferta. O *crowdfunding* de investimento, por sua vez, é a modalidade que vem sendo utilizada há mais tempo no país, pois mesmo antes de haver uma regulação específica, já era possível enquadrá-lo na regulação existente. Por este

[15] Informações extraídas de http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180130_R1/20180130_D0888.html, acesso em 24/04/2021.

motivo, optou-se por manter o foco deste trabalho no desenvolvimento do mercado de *crowdfunding de investimento* no Brasil, e não no *peer-to-peer lending* ou nos ICOs, que envolvem arranjos regulatórios mais recentes.

Com uma lógica pautada por um misto de características do mercado de capitais e de *venture capital*, o *crowdfunding* de investimento distingue-se das demais modalidades de finanças alternativas por ser voltado exclusivamente ao financiamento de empresas, e em sua maioria àquelas com perfil de *startups*. Estas empresas, geralmente em estágio embrionário ou inicial de desenvolvimento, necessitam de recursos de longo prazo para investimento, seja para iniciar sua operação ou para se tornarem escaláveis e atingirem visibilidade para receber investimentos de fundos de *venture capital*, conforme tratado no capítulo 1.

O potencial do *crowdfunding* de investimento como alternativa de financiamento a *startups* e empresas de menor porte foi reconhecido por organismos internacionais, notadamente pelo Banco Mundial, como demonstrado nesta passagem de seu relatório sobre o tema:

> *Securities based equity and debt fundraising through crowdfunding platforms, has recently emerged as an alternative to more traditional funding tools such as bank loans, angel or venture capital investments for financing entrepreneurs and small and medium-sized enterprises* (WORLD BANK, 2013, p.15)

De acordo com Martins e Silva (2014), o crescimento do financiamento coletivo merece atenção quando comparado à retração nos recursos fornecidos por outras fontes de financiamento. Os autores destacam, ainda, que num ambiente em que novos e mais rigorosos requisitos regulatórios impostos pelo acordo de Basileia III ao mercado de crédito tradicional, o *crowdfunding* de investimento ganhou espaço como um instrumento alternativo para financiamento de longo prazo a projetos e negócios.

Além do baixo custo de captação para as empresas, Kirby & Worner (2014) citam outros benefícios do *crowdfunding* de investimento, como o fato de proporcionar diversificação de portfolio aos investidores, eficiência de custos devido à infraestrutura simples, conveniência de um serviço online e aumento da competitividade em um espaço dominado por instituições tradicionais do sistema financeiro. Indo além, a Comissão Européia considera também alguns benefícios não financeiros gerados pelas captações bem-sucedidas, como a validação do projeto pelos investidores, o destaque que poderá ajudar na obtenção de outras formas de financiamento, o acesso ao *feedback* de grande número investidores que poderão contribuir com

suas experiências e *expertises*, além do forte apelo de marketing indireto ao alcançar o grande público (EUROPEAN COMMISSION, 2015, p. 9).

No modelo de negócio do *crowdfunding* de investimento, as plataformas eletrônicas são responsáveis por disponibilizar as informações sobre a empresa e sobre a oferta dos ativos, fazendo a ponte entre os empreendedores e os investidores. As plataformas são intermediárias, mas não assumem qualquer risco de crédito, pois trata-se de uma operação com características típicas de mercado de capitais. Os investidores, por sua vez, além de estarem sujeitos aos riscos da assimetria de informações e da incerteza de retorno do investimento em uma empresa geralmente em seus estágios iniciais, também se deparam com a falta de liquidez, dada a inexistência de um mercado secundário para os ativos originados nestas captações referencias.

Diferenciando-se da modalidade *peer-to-peer lending* por ser um instrumento voltado ao financiamento de longo prazo e com custo de capital mais baixo do que de crédito (MARÇAL, 2018), dado que segue a mesma lógica de uma oferta de ações ou debentures, o *crowdfunding* de investimento também difere essencialmente do microcrédito, não somente pelos processos e veículos utilizados para o levantamento de capital, mas também em perfil e objetivo. Os tomadores de microcrédito são, em grande parte, empreendedores individuais, cujas atividades aproximam-se mais do autoemprego do que de negócios escaláveis e com grande potencial de crescimento, que são característicos das *startups* tomadoras de *crowdfunding* de investimento.

A tendência crescente de utilização do *crowdfunding* de investimento o caracteriza como inovação financeira com impacto em iniciativas globais esboçadas pelo G-20, entre as quais a diversificação e ampliação de mercados, identificação de mecanismos de auxílio no financiamento de longo prazo da economia e promoção de maior estabilidade do sistema financeiro (KIRBY & WORNER, 2014). Assim, é possível identificar o potencial contributivo do *crowdfunding* de investimento para a ampliação do grau de funcionalidade dos sistemas financeiros ao desenvolvimento econômico (WORLD BANK, 2013; MARTINS & SILVA, 2014; WORLD BANK & CCAF, 2019).

Para os tomadores, o *crowdfunding* de investimento se configura como uma opção de financiamento de longo prazo para empresas de menor porte em estágio de projeto ou início das operações, geralmente *startups*, que não conseguem condições razoáveis de taxa e prazo de crédito junto aos bancos, ou não se enquadram no perfil dos programas governamentais, ou ainda não se encontram com maturidade suficiente para atrair fundos de *venture capital*. Ao

mesmo tempo, para os investidores, o *crowdfunding* de investimento representa oportunidade de diversificação de portfólio, tornando acessível a participação em empresas com potencial de alto crescimento, antes acessíveis apenas a grandes investidores, ou seja, conforme observado por Siqueira e Diniz (2017), tornar esse tipo de investimento acessível ao pequeno investidor é também uma forma de democratizar o investimento anjo. Pode-se dizer, então, que o *crowdfunding* de investimento contribui tanto para a inclusão financeira, como para aumentar o fluxo de atividades da economia real.

Portanto, na busca por alternativas ao crédito bancário convencional, o *crowdfunding* investimento ocupa o vácuo existente entre o microcrédito e a atuação de fundos de *venture capital* (ORUEZABALA & PETER, 2016) mas, não obstante suas potencialidades, faz-se indispensável considerar os riscos inerentes ao uso do novo instrumento e o papel do Estado na dinâmica de desenvolvimento deste mercado por meio da regulação.

Para contextualizar a análise que se pretende fazer nesta tese, acerca do processo regulatório e dos efeitos da regulação para o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil, o próximo capítulo abordará o debate sobre riscos e regulação desta indústria em âmbito internacional.

3. A REGULAÇÃO DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO: DA IDENTIFICAÇÃO DOS RISCOS AO DESENHO DAS NORMAS

Este capítulo traz o debate internacional sobre regulação do *crowdfunding* de investimento, atendendo ao terceiro objetivo específico desta pesquisa, de forma a subsidiar uma compreensão das influências que alicerçaram o processo regulatório brasileiro, que será discutido mais adiante.

Nos relatórios de organismos internacionais e artigos acadêmicos, as recomendações são uníssonas para que os riscos sejam levados em consideração por participantes de mercado e reguladores no momento da construção ou adequação da estrutura institucional que irá amparar o desenvolvimento do *crowdfunding* de investimento. No parágrafo abaixo, De Buysere e outros expressam justamente a preocupação de que a regulação deve estimular a formação de um mercado eficiente e transparente, porém, levando em consideração as idiossincrasias de um novo cenário:

> *Financial regulation and legislation has the duty to stimulate efficient and transparent markets while ensuring investor protection. This should also include the possibility of creating crowdfunding venues or platforms. Currently, efficient and transparent markets cannot arise in the field of equity and loan based crowdfunding because investor protection regimes are designed for incumbent settings which exclude a large number of crowd funders.* (DE BUYSERE et al, 2012, p.28)

Por se tratar de uma indústria muito jovem, o tema tem sido estudado e debatido em vários países, que, antes de lançarem novas regras, tomam por base seu próprio arcabouço vigente e as experiências de seus pares pioneiros. Em todos os países em que se faz presente, o *crowdfunding* de investimento teve início antes que houvesse previsão legal específica para tal e, conforme observado por Juredieu & Mayoux (2016), o entendimento de suas características deve servir de guia na busca por regras flexíveis sem que, contudo, se abandonem as salvaguardas contra os riscos da atividade. Progressivamente, reguladores ao redor do mundo têm optado por enquadrar o *crowdfunding* de investimento em legislações e regras existentes imputando as adequações necessárias, ou, na maioria dos casos, têm criado novas leis e regulamentações.

O volume movimentado pelo *crowdfunding* de investimento ainda é irrelevante para oferecer qualquer risco sistêmico ao mercado financeiro, mas seu desenvolvimento tem chamado a atenção, como sugere a passagem abaixo:

> *The rapid growth of crowdfunding has attracted the attention of governments, regulators and the media over the last few years. On the one hand, the fundraising model is seen as a manner to boost economy through entrepreneurship by providing capital to individuals and firms lacking access to other sources. Indeed, research suggests that fundraising over the Internet alleviates the lack of access to traditional capital sources (Kim and Hann, 2014). On the other hand, policymakers report concerns regarding the combination of information asymmetries between project owners and contributors and the lack of experience of the latter*. (VIOTTO, 2015, p.33-34)

Esta preocupação é evidenciada na seguinte passagem de Kirby & Worner (2014, p.45): *"The markets for both peer-to-peer lending and equity-crowdfunding are currently so small that they do not pose an immediate systemic risk. However, they raise significant investor protection issues, particularly in relation to retail investors"*.

3.1 A identificação dos riscos do *crowdfunding* de investimento

Os riscos inerentes ao *crowdfunding* de investimento foram elencados por Kirby & Worner (2014) em quatro frentes: os riscos do empreendimento, os riscos do ambiente cibernético no qual ocorrem as operações, os riscos relacionados ao intermediário (plataforma) e a falta de liquidez (inexistência de mercado secundário).

O retorno do investidor nessa modalidade será decorrente do sucesso do negócio, seja via distribuição de dividendos, pagamento de juros ou ganhos de capital quando a empresa ingressar no mercado de capitais (possibilitando a venda da participação societária ou do título a um preço valorizado). Porém, o negócio que recebeu os recursos poderá necessitar de novos aportes, que invariavelmente ocasionarão indesejável ou imprevista diluição da participação dos investidores iniciais. Em outros casos, o negócio poderá não prosperar e não gerar os retornos esperados a longo prazo. Má gestão financeira e incompetência na implementação do projeto poderão levar a casos extremos, e não raros, de falência. No trecho em destaque, Kirby & Worner (2014) fazem alusão estes pontos, que são ainda mais críticos por se tratar de empresas em estágio inicial:

> *Once the online platform completes the equity raising, the crowd investors hold equity stakes in the firm and assume all the risks associated with investing in equity. However, being start-ups, these businesses are inherently much more risky as an investment, with market intelligence indicating that there is a 50% chance of a start-up folding in the first 5 years of existence. Additionally, initial shareholdings in a company can be diluted in value through further issuances.* (KIRBY & WORNER, 2014, p.10)

Assim, o conceito de assimetria de informações visto anteriormente, no debate sobre as falhas no mercado de crédito, pode ser transposto também para a realidade do *crowdfunding* de investimento (AGRAWAL, CATALINI & GOLDFARB, 2014; BELLEFLAMME &

LAMBERT, 2016). A seleção adversa, neste caso, ocorre no momento em que os investidores selecionam em quais negócios desejam investir, uma vez que as informações disponíveis podem ser incompletas e induzir a uma escolha equivocada. Já o problema de risco moral ocorre *ex-post*, quando o investimento já tiver sido feito e o empreendedor poderá assumir uma postura oportunista, nem sempre agindo da maneira esperada.

Em termos de riscos no ambiente cibernético, as plataformas estão sujeitas aos mesmos problemas enfrentados por participantes do sistema financeiro tradicional que proporcionam funcionalidades web para seus clientes (KIRBY & WORNER, 2014). Fraudes como roubo de identidade, lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo, violação à privacidade e à proteção de dados são riscos permanentes que colocam à prova a segurança das plataformas (Idem). Estes riscos poderão ser mitigados mediante a adoção de procedimentos de controle, mas quase sempre as ações nocivas são protegidas pelo anonimato proporcionado pela internet. Ataques cibernéticos são também uma possibilidade que assume várias formas, *"(...) from overloading the platform's infrastructure, to confusing accounts and/or identity theft. The platform's creators may need to ensure they have enough technical expertise to prevent such cyber-security issues."* (KIRBY & WORNER, 2014, p.28).

O risco relacionado ao intermediário é mais significativo no *peer-to-peer lending* do que no *crowdfunding* de investimento e consiste no encerramento das atividades da plataforma sem aviso prévio ou paralização por motivos fortuitos, interrompendo o vínculo de comunicação entre investidores e empreendedores. Os recursos dos investidores não passam pela conta da plataforma, mas esta é responsável pela divulgação de informações das empresas aos investidores e pelo controle escritural dos investidores. Se não houver plano de contingência ou previsão de responsabilização dos administradores, em contrato entre as partes ou na regulamentação, investidores e empreendedores poderão enfrentar prejuízos e situações embaraçosas (KIRBY & WORNER, 2014)

Por fim, o risco de liquidez é evidente em seu grau máximo, devido à ausência de mercado secundário para os títulos emitidos por empresas de pequeno porte, seja nas próprias plataformas ou fora delas, afetando investidores de varejo desavisados:

> *Investors may not fully understand the risks involved in illiquid stocks, and may be spurred by the promise of higher returns to invest in companies with a high chance of failing. Consequently, a number of retail investors could lose money through equity-crowdfunding.* (KIRBY & WORNER, 2014, p.27).

A inexperiência dos investidores é um dos pontos de maior preocupação na disseminação do *crowdfunding* de investimento, tendo em vista que muitos deles não são investidores habituais do mercado de capitais e não têm plena ciência dos riscos envolvidos.

Segundo Studart (1995), um sistema financeiro opera de modo funcional quando expande a utilização dos recursos existentes com a menor elevação possível na fragilidade financeira e outras instabilidades que possam estancar o processo de crescimento por razões meramente financeiras. O advento de novos instrumentos financeiros e as alterações na intermediação propiciaram não somente novas oportunidades de investimento, mas também, conforme visto, aumentaram os riscos. O desenvolvimento das atividades de *crowdfunding* de investimento precocemente ao estabelecimento de um arcabouço legal específico fez com que os governos nacionais se deparassem com um expressivo desafio regulatório: encontrar os meios para equacionar as preocupações relacionadas à proteção dos investidores no que tange à assimetria de informações e adequação operacional, sem bloquear o desenvolvimento da indústria e seus benefícios potenciais para o desenvolvimento econômico.

Se, por um lado, a legislação não deve obstruir o acesso aos títulos quando investidores desejarem financiar a criação de valor – seja por razões financeiras ou não-financeiras (DE BUYSERE et al., 2012, p.28), por outro lado, as regras devem promover um mercado eficiente e transparente, diminuindo os desincentivos e levando em consideração as idiossincrasias dos investidores da multidão (AGRAWAL, CATALINI & GOLDFARB, 2014). Em outras palavras, o cenário desafiador consiste em garantir que a regulação específica não resulte em sentença de morte a um mercado florescente (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

A missão de conciliar o crescimento desse novo mercado com a proteção ao investidor, e, também, de proporcionar condições equitativas a todos os participantes entrou definitivamente na pauta das autoridades regulatórias como um desafio. Neste sentido, é possível observar várias respostas institucionais ao advento do *crowdfunding* de investimento pelo mundo. A mais famosa delas é a JOBS Act, *Jumpstart our business start-ups Act*, lei estadunidense de incentivo aos negócios nascentes e que atribuiu à *Securities and Exchange Commission* (SEC) a responsabilidade pela regulamentação da atividade de *crowdfunding* de investimento nos EUA. Outros países como Reino Unido, Alemanha, França, Itália e, mais recentemente, Brasil também adotaram medidas específicas buscando equilibrar objetivos macro e microeconômicos, incluindo regras de transparência e prestação de informações que não onerem demasiadamente empresas e plataformas, mas que permitam uma decisão mais informada por parte dos investidores.

3.2 O desenho de normas para o *crowdfunding* de investimento: recomendações e um primeiro inventário das características predominantes ao redor do mundo

Ao final de 2015, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) divulgou os resultados de um *survey* realizado junto a seus membros para identificar e sistematizar os aspectos comumente tratados pelos países em suas ações regulatórias para o *crowdfunding* de investimento. A instituição declara que não pretendeu, com esse levantamento, propor uma abordagem internacional padrão ou ditar tendências, mas sim analisar os desdobramentos do mercado, o efeito das novas regulações e avaliar se algum trabalho adicional será necessário (IOSCO, 2015a). Os tópicos relacionados no quadro 1 foram extraídos desse levantamento, realizado por aplicação de um questionário que teve 21 países respondentes[16].

Quadro 1. Regulação de *crowdfunding* de investimento: principais tópicos

Tema	**Regra**
Plataformas / Intermediários	• Autorização ou registro • Capital mínimo e seguro • *Suitability* e outras condutas de provisão • Marketing próprio ou da oferta • Condução da *due diligence* na oferta • Uso de website • Canais de comunicação • Custódia de ativos e processamento das ordens • Responsabilidade civil • Gerenciamento de conflito de interesses • Mitigação de risco: (i) falência da plataforma, back-up, ataque cibernético; (ii) fraude, lavagem e terrorismo
Emissores	• Localização • Tamanho e limite de oferta • Tipo ou tamanho do emissor
Transparência Investidor	• Documentos da oferta (além da transparência financeira) • Transparência a respeito dos riscos • Transparência financeira nos documentos da oferta • Transparência continuada • Acesso aos documentos da oferta e às informações contínuas • Limites de investimento • Rescisão, cancelamento e limites de revenda • Requisitos de educação e formulário de ciência dos riscos • Proteções específicas da jurisdição

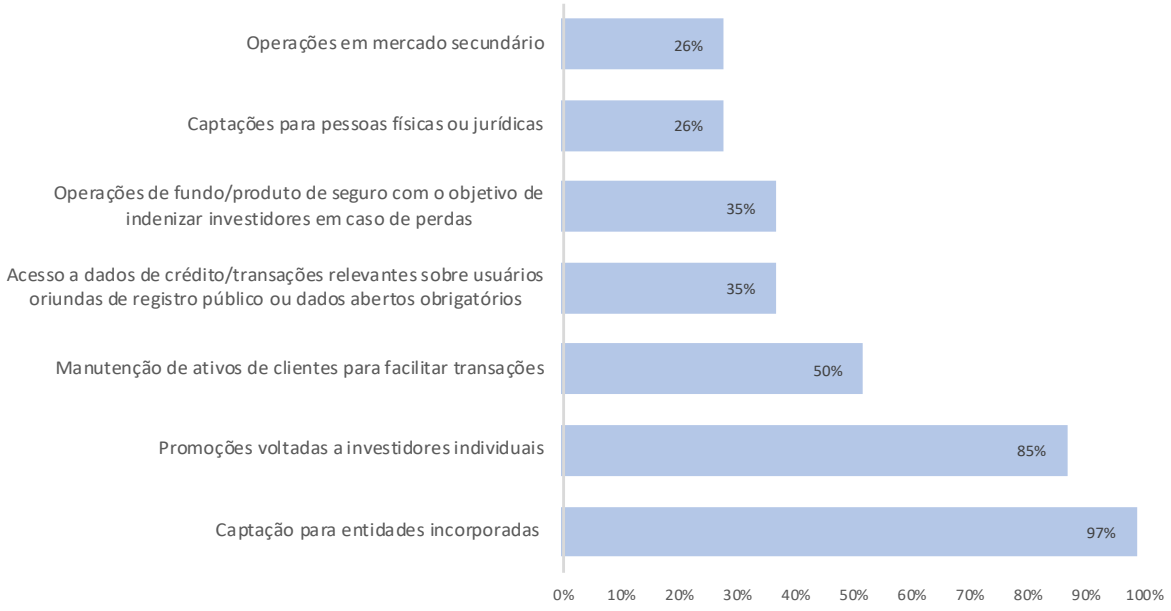
Fonte: Elaboração própria a partir de informações obtidas em IOSCO (2015).

[16] Os países respondentes do IOSCO *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report* foram: Alemanha, Austrália, Brasil, Canadá, Coréia do Sul, Espanha, EUA, França, Hong Kong, Hungria, India, Italia, Japão, Marrocos, México, Holanda, Paquistão, Reino Unido, Romenia, Singapura e Turquia.

Em uma discussão sobre as regulações de *crowdfunding* existentes, Juredieu & Mayoux (2016) dividem sua análise em duas categorias: a dos países de *common law*, abrangendo EUA, Reino Unido, Austrália e Nova Zelândia e a dos países de *civil law*, destacando Itália e França. Os autores concluem que a diversidade é fator dominante inegável e alegam que uma possível explicação para as disparidades observadas entre os tipos de respostas regulatórias é o papel que o *crowdfunding* exerce para estes diferentes países. Esse papel determinou um peso maior na flexibilidade e incentivo à atividade ou na proteção ao investidor. A despeito das recomendações de especialistas e da IOSCO, não se observa, portanto, uniformidade e harmonização nas regras sequer a nível regional.

Em 2019, o *Cambridge Centre for Alternative Finance* (CCAF) e o Banco Mundial (World Bank) realizaram uma pesquisa junto a reguladores de 111 jurisdições do mundo todo sobre regulação das finanças alternativas (WORLD BANK & CCAF, 2019). Conforme apurado, apenas 39% da amostra possui um setor de *crowdfunding* de investimento regulado. Nestes países em que há regulação, a utilização do mecanismo por empresas sob a forma jurídica de sociedade limitada é permitida por 85% dos reguladores, medida adequada para viabilizar o financiamento de *startups* em estágio inicial. Em 35% das jurisdições com *crowdfunding* de investimento regulado também é permitido atender empreendedores individuais ou projetos, mediante oferta de instrumentos que permitam apenas participação nos lucros ou *royalties* (do que se pode interpretar serem um exemplo os contratos de participação do *crowdfunding* imobiliário).

Gráfico 1. Atividades permitidas às plataformas no *crowdfunding* investimento regulado



Fonte: World Bank & CCAF, 2019, p.48.

Pouco mais de um quarto dos reguladores afirmam que a operação de um mercado secundário é uma atividade permitida para plataformas de *crowdfunding* de investimento em suas jurisdições. Esta baixa proporção deve-se, em parte, à operação de um mercado secundário de valores mobiliários sob regulamentação distinta e, portanto, com requisitos fora do escopo do *crowdfunding* de investimento. O gráfico 1 traz um resumo das atividades permitidas e do percentual de aderência de cada uma delas nas jurisdições em que o setor é regulado.

No que tange às obrigações, pode-se observar no gráfico 2 que 100% das jurisdições que regulam o *crowdfunding* de investimento exigem que as plataformas garantam comunicações precisas e completas, e mais de 90% adicionam a exigência de que as empresas forneçam informações padronizadas aos investidores. Requisitos de combate à lavagem de dinheiro (AML) e medidas "conheça seu cliente" (KYC) são exigidas em 88% das jurisdições.

Gráfico 2. Obrigações das plataformas no *crowdfunding* de investimento regulado

Fonte: Adaptado de World Bank & CCAF, 2019.

Um requisito operacional bastante comum (82% dos reguladores pesquisados) é de que os recursos dos clientes sejam mantidos separadamente dos recursos da plataforma. Também se observa que a maioria dos reguladores estipulou requisitos de elegibilidade das empresas que poderão utilizar o *crowdfunding* de investimento para levantar recursos e tais requisitos devem ser checados pelas plataformas.

Um ponto que apresentou divisão entre os reguladores refere-se à proteção do investidor. Por um lado, 47% dos reguladores exigem abordagens de marketing e divulgações diferenciadas de acordo com o nível de riqueza e experiência dos investidores, enquanto 53% limitam a parcela da riqueza ou renda de um investidor que pode ser investida em *crowdfunding* de investimento.

3.3 Um primeiro panorama global da regulação das finanças alternativas

Conforme visto no capítulo 2, o segmento Fintech conhecido como finanças alternativas engloba não somente o *crowdfunding* de investimento, mas também o *peer-to-peer lending* e os ICOs, e à medida que se disseminam para atender necessidades de crédito, poupança e investimento de empresas e indivíduos, justifica-se a preocupação de reguladores com os riscos, inclusive aqueles relacionados à integridade, sustentabilidade das operações e proteção ao consumidor/investidor (WORLD BANK & CCAF, 2019). A já mencionada pesquisa do *Cambridge Centre for Alternative Finance* (CCAF) em parceria com o Banco Mundial (World Bank) sobre regulação das finanças alternativas (WORLD BANK & CCAF, 2019) teve como objetivo analisar de forma abrangente e comparativa como os reguladores de 111 jurisdições, entre as quais economias desenvolvidas e em desenvolvimento, estão atuando na regulação e supervisão das atividades de *crowdfunding* de investimento, *peer-to-peer lending* e ICOs. As principais conclusões apresentadas neste relatório serão tratadas ao longo desta seção.

Os diferentes instrumentos de finanças alternativas são normalmente regulados e supervisionados por diferentes tipos de autoridades, sendo bancos centrais e comissões de valores mobiliários os mais usuais. A regulação de *peer-to-peer lending*, por exemplo, é mais provável que se concentre na proteção do tomador e no empréstimo responsável do que na proteção do investidor, sendo que as estruturas regulatórias pré-existentes para crédito ao consumidor ou microcrédito podem servir de ponto de partida. Esse padrão contrasta fortemente com o perfil do *crowdfunding* de investimento, que, por sua vez, tem funcionamento mais próximo ao do mercado de capitais e de fundos. Neste caso, os marcos regulatórios pré-existentes que podem servir de base para regular o setor são aqueles relacionados ao

investimento coletivo ou gestão alternativa de fundos, ou, ainda, adaptações das regras existentes para a distribuição de valores mobiliários. Os ICOs, por sua vez, estão numa zona cinzenta, de mais difícil enquadramento em regulações pré-existentes.

A maioria dos formuladores de políticas globais estão otimistas acerca do potencial das finanças alternativas para melhorar o acesso de MPMEs e consumidores ao financiamento (79% e 65%, respectivamente) e estimular a concorrência em serviços financeiros (68%). Essas expectativas coincidem com o conjunto de objetivos dos reguladores, que já há algum tempo passaram a ter entre suas atribuições apoiar a inclusão financeira, políticas econômicas ou o aumento da concorrência. Porém, os novos mecanismos ainda não foram regulados na maioria dos países que participaram da pesquisa. Enquanto 39% das jurisdições regularam o *crowdfunding* de investimento, apenas 22% regularam o *peer-to-peer lending* e os ICOs. Nos países em que essas atividades são reguladas, alguns aplicam estruturas regulatórias pré-existentes, ou, mais frequentemente, estruturas regulatórias específicas, particularmente no caso do *crowdfunding* de investimento (22% das jurisdições) e do *peer-to-peer lending* (12% das jurisdições). As estruturas regulatórias, quando específicas, podem ser novas ou adaptadas daquelas de outras jurisdições.

O benchmarking e as lições aprendidas de outras jurisdições foram considerados por 90% dos reguladores como sendo os principais gatilhos que levam a mudanças na regulamentação com intuito de acolher o crescimento destes novos mercados. Laços históricos, tradições jurídicas e idioma certamente influenciam quem aprende com quem, mas também existem líderes globais e regionais que tendem a ser seguidos. A jurisdição mais influente é o Reino Unido, seguido pelos EUA e Cingapura, mas mercados emergentes como Malásia, Emirados Árabes Unidos e México também estão entre os dez primeiros.

A regulação das finanças alternativas procura tornar o setor adequado para o mercado de massa, isto é, para investidores individuais e MPMEs. Garantir a liquidez ou minimizar o potencial de perdas de capital não parece ser priorizado pelos reguladores. Juntamente com os requisitos contra lavagem de dinheiro (AML) e conheça seu cliente (KYC), as principais prioridades dos reguladores são proteções contra propaganda enganosa ou o uso indevido do dinheiro dos investidores. Dependendo da atividade em questão, entre 93% e 100% dos quadros regulamentares impõem requisitos em relação à clareza e justeza do material de divulgação; entre 100% e 88% impõem requisitos AML / KYC específicos do setor; e mais de 80% impõem a segregação dos ativos do investidor.

Os marcos regulatórios desenvolvidos especificamente para as atividades de finanças alternativas tendem a ter mais obrigações em vigor do que os pré-existentes - das 20 obrigações potenciais examinadas na pesquisa, a média dos marcos específicos para *peer-to-peer lending* ou *crowdfunding* de investimento foi de 9, contra 5 para os pré-existentes. Para ICOs, o saldo foi 5 a 3. Estruturas personalizadas tendem a priorizar verificações sobre a exposição do investidor, *due diligence* rigorosa sobre captação de recursos, proteção do dinheiro do cliente e padrões apropriados de divulgação online. Em muitos casos, o próprio setor de finanças alternativas requisitou pro-ativamente aos reguladores uma regulação formal para suas atividades, e os reguladores que tratam a promoção da concorrência como um objetivo estatutário ou estratégico são particularmente propensos a levarem essas demandas em consideração.

Os reguladores também voltaram esforços de supervisão às atividades de finanças alternativas, aplicando leis relacionadas a lavagem de dinheiro e fraudes particularmente nas jurisdições em que o *crowdfunding* de investimento e os ICOs ainda não foram regulamentados. No entanto, limitações de conhecimento técnico e recursos, bem como a falta de dados empíricos confiáveis são algumas das dificuldades enfrentadas pelos reguladores nesse âmbito.

Em busca de soluções inovadoras para superar as limitações na regulação e supervisão, os reguladores entrevistados criaram *sandboxes* regulatórios (22%), escritórios de inovação (26%) e programas RegTech / SupTech (14%).

Algumas das informações apresentadas acima tornam perceptível que, em comparação com os outros dois instrumentos (*peer-to-peer lending* e ICOs), o *crowdfunding* de investimento alcançou maior capilaridade regulatória ao redor do mundo.

3.4 Casos internacionais paradigmáticos da regulação de *crowdfunding* de investimento

Conforme visto na seção anterior, os marcos regulatórios adotados por EUA e Reino Unido, dois países de forte tradição em desenvolvimento de mercados financeiro e de capitais, foram apontados como fonte de inspiração por outros países no momento de formulação de suas próprias regras para o *crowdfunding* de investimento. Portanto, faz-se pertinente abordar estes casos com algum grau de detalhamento.

3.4.1 EUA

A principal regra do mercado de valores mobiliários dos EUA requer que as ofertas de títulos emitidos por empresas ao público em geral sejam registrados na *Securities and Exchange*

Commission (SEC), com o objetivo de proteger investidores contra fraudes, responsabilizando o emissor e o subscritor da garantia em caso de distorções ou omissões de fatos relevantes. Até 2012, as exceções a esta regra previam dispensas de registro apenas para: (i) pequenas ofertas de até US$ 5.000.000, e; (ii) ofertas em qualquer montante, desde que restritas a investidores qualificados[17]. Enquanto a primeira exceção sujeitava o emissor às legislações estaduais[18], dificultando e encarecendo a dispersão geográfica das ofertas, a segunda não permitia a ampla divulgação das ofertas e o acesso a investidores de varejo (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

As plataformas estadunidenses de *equity crowdfunding* tinham sua atuação restrita aos investidores qualificados, ofertando e vendendo títulos em sites protegidos por senha, em colocações privadas[19]. Embora a regra permitisse que esses canais privados estendessem a oferta a até 35 investidores não qualificados, os mesmos geralmente não o faziam por receio de violar a proibição de solicitação geral. Adicionalmente, se o fizessem e recebessem comissão pela venda, teriam que comprovar relacionamento prévio com tais investidores ou ser registrados na SEC como corretores e se tornar membros da organização de autorregulação, a *Financial Industry Regulatory Autority* (FINRA) (GILINSKY, LEVITES & GABBAY, 2016). Investidores de varejo somente podiam participar de ofertas de títulos que atendessem às rígidas regras de registro e divulgação de informações estabelecidas pela *Securities Act* de 1933 e pela *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, cujo custo de execução era incompatível aos montantes de captação almejados pelas startups e pequenas empresas.

O *equity crowdfunding* em sua concepção plena, qual seja de ofertas de títulos via internet mediante processos simplificados e de baixo custo, acessíveis a investidores de todas as categorias e dispersos geograficamente, não se enquadrava em nenhuma destas exceções e, portanto, conforme observado por Mamonov & Malaga (2018), era proibido nos EUA.

Este contexto limitante motivou a aprovação pelo Congresso dos EUA, em 5 de abril de 2012, da *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act). Na esperança de impulsionar o crescimento econômico, os legisladores estenderam oportunidades de investimento para toda a população para preencher o espaço vazio que acreditam existir entre os financiamentos

---

[17] *Accredited investors* são indivíduos de alto patrimônio líquido, com mais de US$ 1 milhão em ativos e renda anual maior que $ 200.000 (SEC, 2013. Investor bulletin: Accredited investors. SEC Office of Investor Education and Advocacy, Washington, DC, September 23. Available at: www.investor.gov/news-alerts/investor-bulletins/investor-bulletin-accredited-investors.)

[18] As leis estaduais que regulam a oferta e venda de valores mobiliários nos EUA são conhecidas como *Blue Sky Laws* e foram restritivas ao desenvolvimento do mercado de *equity crowdfunding* (GABISON, 2015)

[19] As colocações privadas eram regidas pela Reg D Rule 506(b).

concedidos pelos bancos e por *venture capitalists*, conhecido como lacuna financeira ou vale da morte (GABISON, 2015). Com o intuito de facilitar a formação de capital de startups, pequenas e médias empresas, a nova lei traçou diretrizes para três tipos distintos de *crowdfunding* e incumbiu a SEC de criar regulamentação específica (SEC, 2015).

Em conformidade com este mandato, a SEC inaugurou a adoção gradual de novas regras em setembro de 2013, com o *Title II* da JOBS Act, que deu origem ao *crowdfunding* para investidores qualificados. Em junho de 2015 foi a vez do *Title IV*, cuja modalidade ficou conhecida como Mini-IPO ou *crowdfunding* registrado. E somente em maio de 2016 foi editado o conjunto de normas batizado de *Regulation Crowdfunding*, que regulamentou o *Title III* da JOBS Act, voltado ao tipo de captação que mais se aproxima ao *equity crowdfunding* em seu formato convencional (SEC, 2016; IVANOV & KNYAZEVA, 2017).

O *crowdfunding* para investidores qualificados foi regulamentado pela *Regulation* 506(c), que passou a permitir a solicitação geral para colocações privadas pela internet, sem limite de captação, sem necessidade de registro prévio na SEC, mas ainda restringindo as vendas apenas para investidores qualificados e atribuindo aos emissores a responsabilidade de verificação desse status (IVANOV & KNYAZEVA, 2017; GILINSKY ET AL., 2016). Conforme observado por Gilinsky, Levites e Gabbay (2016), embora não tenha sido decisiva para a expansão do mercado de *equity crowdfunding* dos EUA, essa regulamentação foi um passo útil ao longo do caminho, permitindo um aprendizado aos investidores não qualificados que acessassem a documentação desse tipo de oferta.

A continuidade da regulamentação só viria em junho de 2015, quando a SEC adotou emendas à *Regulation* A, que passou a ser chamada de Reg A +. Em atendimento ao *Title IV* da *JOBS Act*, a nova regra estabeleceu dois níveis com diferentes requisitos, permitindo a captação de até US$ 50 milhões em ofertas online ou offline e acesso a investidores qualificados e não qualificados, mas mediante revisão prévia de formulários pela SEC e divulgação contínua de demonstrações financeiras auditadas semestralmente (IVANOV & KNYAZEVA, 2017; GILINSKY ET AL., 2016).

Finalmente, em maio de 2016, entrou em vigor a *Regulation Crowdfunding* que regulamentou o *Title III* da *JOBS Act*, cujo teor mais se aproxima da prática usual de *equity crowdfunding*. A regra permite que as empresas captem até US$ 1.07 milhões[20] por período de

[20] O valor originalmente estipulado foi de US$ 1 milhão, tendo sido ajustado pela inflação pela SEC em abril de 2017 (BAUGUESS, S., GULLAPALLI, R., IVANOV, V., 2018).

12 meses, em ofertas via internet, acessíveis a investidores qualificados e não qualificados, sem necessidade de registro ou revisão prévia dos documentos da oferta pela SEC e sem sujeição à legislação estadual de mercado de valores mobiliários. Para tanto, o regulador vinculou a isenção a três condições: o uso de um portal de financiamento[21] ou corretora de valores nas ofertas, limitação no valor a ser vendido a investidores não qualificados e cumprimento de requisitos de divulgação pelos emissores (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017; SEC 2015).

A *Regulation Crowdfunding* estabelece que, para receber os recursos, o emissor deverá levantar no mínimo o montante alvo estipulado para a oferta. Adicionalmente, os emissores estão sujeitos a requisitos de divulgação de informações no momento da oferta (Formulário C), durante o andamento da oferta e na conclusão da oferta (Formulário CU) e anualmente na forma de relatórios anuais (Formulário C-AR). Se o valor total da emissão for igual ou inferior a US$ 100.000, os emissores deverão fornecer suas declarações de imposto de renda e demonstrações financeiras mais recentes, que devem ser certificadas por seu principal executivo. Nas ofertas superiores a US$ 100.000 em um período de 12 meses, as demonstrações financeiras do emissor devem ser revisadas por um contador independente e em ofertas superiores a US$ 500.000 em um período de 12 meses (exceto a primeira oferta do emissor), as demonstrações financeiras devem ser auditadas (IVANOV & KNYAZEVA, 2017; HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

Os títulos originários das operações regidas pela *Regulation Crowdfunding* devem ser ofertados por intermédio de corretora ou portal de financiamento registrado, sendo este último um novo tipo de intermediário estabelecido pelas regras de 2015. Esses intermediários são obrigados a tomar medidas para reduzir o risco de fraude, disponibilizar as divulgações necessárias sobre emissores ao público, fornecer canais de comunicação para permitir a discussão das ofertas na plataforma, divulgar a remuneração recebida, fornecer materiais educacionais aos investidores, cumprir requisitos adicionais relacionados a compromissos do investidor, avisos aos investidores e manutenção e transmissão de fundos (IVANOV & KNYAZEVA, 2017). A JOBS Act não torna explícito que os portais de financiamento seriam responsáveis por distorções ou pela omissão de fatos relevantes pelo emissor, mas declara

[21] *Funding portals* são as plataformas eletrônicas autorizadas a realizar as operações de *crowdfunding* de investimento.

explicitamente que os emissores serão responsáveis por tais ofensas[22] (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

A *Regulation Crowdfunding* impõe limites ao valor agregado que um investidor pode investir em todas as ofertas *Title III* por um período de 12 meses. Os investidores com renda anual e patrimônio líquido de pelo menos US$ 100.000 podem investir até 10% do valor que for menor, mas o investimento agregado não pode exceder US$ 100.000 em um período de 12 meses. Investidores que estiverem abaixo deste patamar de renda e patrimônio líquido podem investir o valor que for maior de US$ 2.000 ou 5% do menor valor considerando-se renda anual e patrimônio líquido (IVANOV & KNYAZEVA, 2017; HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

3.4.2 Reino Unido

Mesmo sendo considerado um dos sistemas financeiros mais liberais do mundo, o Reino Unido adotou medidas concernentes à proteção do investidor de varejo e redução do risco nas operações de finanças alternativas que tenham como objetivo proporcionar retorno financeiro aos investidores. Em outubro de 2013, a *Financial Conduct Authority* (FCA) colocou em audiência pública as propostas para regulamentação da indústria e, em março de 2014, publicou as respostas e as regras finais, no Policy Statement PS14/4. As novas regras entraram em vigor em abril e outubro do mesmo ano.

Em sua regulamentação, a FCA Esses instrumentos (que denominamos 'títulos não realizáveis') não estão listados nas bolsas de valores regulamentadas e apresentam riscos significativos. Os mesmos valores mobiliários podem ser vendidos pela Internet e por outras mídias. Por isso, introduzimos regras que se aplicam à sua distribuição, independentemente de elas ocorrerem ou não em uma plataforma de crowdfunding baseada em investimentotentou tratar dos seguintes riscos: (i) falta de entendimento adequado, por parte dos investidores, de quão altos podem ser os riscos de investimento em empresas em estágio inicial de desenvolvimento e de iliquidez por não haver mercado secundário, fazendo com que fiquem presos ao investimento por um período mais longo do que o desejado; (ii) situações de conflitos de interesses, nas quais as plataformas poderão subestimar riscos de forma a encorajar investidores ou dar recomendações sem estarem habilitadas para tal prática; (iii) fraudes,

[22] Ainda de acordo com Hornuf & Schwienbacher (2017), pode-se argumentar que a responsabilidade do portal de financiamento pode ser derivada da Regra 10b-5 do Código de Regulamentos Federais (CFR), bem como das anteriores Decisões da Suprema Corte (Knight et al. 2012).

lavagem de dinheiro, falência e gerenciamento incompetente por parte das plataformas, e; (iv) falta de checagens apropriadas sobre os tomadores.

As plataformas de *crowdfunding* comunitário (modalidades doação e recompensa) não entraram no escopo da regulamentação. De acordo com a nomenclatura adotada pela FCA, o objeto de suas regras são as atividades de *peer to peer lending* e *investment-based crowdfunding* – distribuições de ações não listadas em bolsa e títulos de dívida sem liquidez ou com liquidez limitada no mercado secundário, batizados de "*non-readily realisable securities*".

Cabe dizer que, no caso do *peer to peer lending*, as regras destinam-se às plataformas, enquanto para o *investment-based crowdfunding*, o foco das regras foi direcionado para a publicidade da distribuição e para o enquadramento do investidor, uma vez que títulos podem ser ofertados por outras mídias, não somente via internet.

A FCA considera que ações não listadas e títulos de dívida com pouca ou nenhuma liquidez em mercado secundário carregam riscos significativos e, portanto, desenhou suas regras com um forte cunho de proteção ao investidor. Tais regras baseiam-se, principalmente, em restrições à publicidade das distribuições diretas. Os intermediários, sejam eles atuantes via internet ou qualquer outro meio midiático, precisam ter autorização de funcionamento e cumprir os requisitos do FCA *Handbook*.

Os emissores, por sua vez, estão sujeitos às regras da *UK Corporate Law*, que prevê isenção de registro para alguns casos, até o limite de € 5 milhões definido pelo MiFID. As ofertas de ações não listadas e títulos de dívida sem liquidez em mercado secundário estão dispensadas de registro, desde que seus investidores de varejo se enquadrem em algum dos seguintes requisitos: (i) tenham aconselhamento de instituições autorizadas ou comprovem estar cientes dos riscos do investimento, mediante teste de adequação de perfil aplicado pelo intermediário; (ii) sejam investidores com renda anual superior a £100,000 ou tenham ativos líquidos acima de £250,000 (excluindo a residência principal, pensões e direitos de alguns tipos de seguros); (iii) sejam investidores sofisticados certificados, avaliados por uma instituição autorizada como detentores de conhecimento suficiente para tomar decisões de investimento acuradas e razoáveis, ou auto-certificados que se enquadrem em alguma das categorias existentes (por exemplo, indivíduos que tenham trabalhado com *private equity* nos últimos dois anos ou que tenham feito mais de um investimento em empresas não listadas também durante o mesmo período de tempo), e; (iv) não invistam mais de 10% de seus ativos líquidos em ações não listadas e títulos de dívida que não possuam liquidez em mercado secundário.

O arcabouço regulatório do *crowdfunding* de investimento no Brasil, por sua vez, será descrito em detalhes e discutido a partir do capítulo 6, quando será possível identificar claramente diversos dos tópicos apresentados neste capítulo. Por ora, próximo capítulo faz um distanciamento do universo empírico para resgatar lentes teóricas das ciências econômicas sobre regulação e traçar um quadro de conceitos que será usado como referencial teórico para a análise qualitativa do caso brasileiro que se desenrolará no capítulo 7.

4. A EVOLUÇÃO DAS ABORDAGENS SOBRE REGULAÇÃO NA ECONOMIA - REFERENCIAL TEÓRICO PARA UMA ANÁLISE QUALITATIVA

A regulação é um tema multidisciplinar, tratado pela economia, ciências sociais e direito, e do qual participam Estado, mercado e sociedade. Por tratar-se de tema ainda muito recente, os trabalhos disponíveis sobre regulação do *crowdfunding* de investimento são basicamente descritivos (SCHWARTZ, 2018; HOFMANN, 2018; GILINSKY, LEVITES & GABBAY, 2016; WARDROP & ZIEGLER, 2016; GABISON, 2015; ECN, 2013) ou sugerem modelos teóricos com significativo grau de abstração (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017), motivo pelo qual optou-se por buscar inspiração nas principais teorias relacionadas à regulação no âmbito das ciências econômicas. O capítulo não tem a intenção de cobrir o debate em toda a sua amplitude, mas sim o objetivo de demonstrar a evolução das discussões teóricas ao longo do tempo e de captar conceitos que alicercem a análise qualitativa empírica do processo regulatório do *crowdfunding* de investimento no Brasil e seus efeitos para o desenvolvimento do mercado.

4.1 Intervenção estatal e regulação – um debate de longa data

A intervenção do Estado na esfera privada sempre suscitou calorosos debates, com posições e proposições movidas por diferentes correntes ideológicas. O Estado, ao mesmo tempo em que pode garantir liberdades, pode suprimi-las, o que equivale a dizer que "a intervenção é diretamente relacionada a esta autoridade central que, desde os grandes contratualistas sociais como Thomas Hobbes e Jean Jacques Rousseau, é responsável tanto por proteger quanto por ferir a liberdade do indivíduo" (Rosa, 2012, p.7). Portanto, a questão de fundo não é se deve haver ou não a intervenção do Estado, mas sim em que grau essa interferência deve ocorrer. Seja atuando diretamente na atividade econômica, na correção de falhas de mercado ou na garantia de direitos individuais, espera-se que a atuação do Estado seja provedora de uma estrutura institucional que promova o desenvolvimento socioeconômico.

Em um brevíssimo resgate histórico, é possível delinear ciclos alternantes, marcados por paradigmas de maior ou menor intervenção do Estado na economia. O século XIX, inspirado pelo ideário liberal do *laissez-faire* e da "mão invisível" de Adam Smith, caracterizou-se pela prevalência do Estado mínimo. Entretanto, os acontecimentos da primeira metade do século XX, que foi palco de duas Guerras Mundiais, da Revolução Bolchevique e da quebra da bolsa

de valores de Nova York, estimularam uma atuação governamental mais pujante, em diferentes graus, do *New Deal* nos EUA à planificação total da economia na União Soviética.

Uma reversão de tendência é observada somente a partir da década de 1970, quando potências ocidentais capitalistas iniciaram movimentos de recuo da participação estatal na economia, por meio de privatizações e de liberalização da economia. Com o Consenso de Washington, o receituário econômico neoliberal avançou mundo afora a partir dos anos 1990. As privatizações de setores essenciais e estratégicos levaram à criação de novos marcos regulatórios e agências reguladoras, com o Estado deixando para trás o papel de produtor para assumir o de normatizador e fiscalizador do setor privado. Paralelamente, outros setores enfrentaram paulatina desregulação, como os mercados financeiro e de trabalho. Este ciclo sofre abalos somente a partir da crise financeira mundial de 2008, que espraiou questionamentos quanto à necessidade de uma regulação mais rigorosa nos mercados financeiro e de capitais, queixa antes restrita apenas aos críticos contumazes da desregulação.

Objetivamente, Roger G. Noll (1985, p. 9-10) definiu regulação como "*all levels of government attempt to control some private-sector economic decisions to which the government is not a party*", ou seja, uma atuação governamental que não consiste em sua participação direta como agente econômico, mas sim como elaborador e fiscalizador de normas que visam coordenar o comportamento dos agentes. De maneira pragmática, Nunes et al. (2007, p.20) tocam no ponto de que o relacionamento entre política e a regulação é indissociável, e definem regimes regulatórios como sendo "uma configuração historicamente específica de políticas e instituições que estruturam o relacionamento entre interesses sociais, o Estado e os atores econômicos". Gerber e Teske (2000), por sua vez, descrevem a regulação como um tipo peculiar de política pública, que não envolve gastos significativos por parte do governo, mas que tem ingerência sobre gastos do setor privado:

> *Regulation is a distinct policy arena because it involves the use of governmental authority to constrain the behavior of private actors. Unlike distributive, redistributive, and other policies, regulation does not involve large amounts of direct governmental expenditure; instead, governments direct private actors to spend considerable resources in certain prescribed ways.* (GERBER & TESKE, 2000, p.852).

A revisão de literatura que se segue, aborda três vertentes teóricas que pautaram o debate econômico sobre regulação ao longo do século XX até a atualidade. Além das teorias do interesse público e da captura, as correntes do institucionalismo econômico, embora não tratem exclusivamente de questões regulatórias, apresentam interface direta com o tema e um

arcabouço teórico pertinente à análise de mudanças institucionais, como é o caso do mercado de *crowdfunding* de investimento.

4.2 A Teoria do Interesse Público ou Teoria Normativa

De acordo com a teoria do interesse público, a regulação é uma resposta às falhas de mercado que impedem a concorrência perfeita. Prevalente até a década de 1960, era o que Joskow e Noll (1981) chamaram de "*normative analysis as a positive theory*" (APUD PELTZMAN ET AL., 1989, p.4).

Na teoria econômica neoclássica, o mercado em concorrência perfeita é aquele em que o preço eficiente iguala o custo marginal à receita marginal (WALRAS, 1996), evoluindo para uma situação de mercados em equilíbrio geral. Os pressupostos para atingir essa eficiência pelo mecanismo de preços são: agentes racionais; informação completa e acessível a todos os agentes, e; grande quantidade de agentes com comportamento maximizador do lucro (produtores) e da utilidade (consumidores). Entretanto, nem sempre todas estas condições são atendidas e, quando o mercado é incapaz de estabelecer, por si só, o preço e a quantidade de equilíbrio, configuram-se as falhas de mercado.

O governo busca garantir a alocação eficiente dos fatores por meio de regras e monitoramento impostos aos mercados. Em linhas gerais, esta teoria, desenvolvida por Pigou (1938), está calcada em duas suposições: mercados muitas vezes falham devido a problemas de monopólio ou externalidades e governos são benignos e capazes de corrigir essas falhas por meio de regulação (SHLEIFER, 2005). Conforme Baldwin e Cave (1999, p.19), "*public interest theories centre on the idea that those seeking to institute or develop regulation do so in pursuit of public interest related objectives (rather than group, sector, or individual self-interests). Proponents of regulation thus act as agents for the public interest".* Além das duas falhas de mercado mencionadas, ao longo do tempo a atuação regulatória passou a estender-se para mercados com assimetria de informações e provimento de bens públicos (GERBER & TESKE, 2000, p.851).

Sobre a literatura relacionada a essa teoria, Pó (2009, p.30) observa que era constituída predominantemente "da análise por um prisma político para o estabelecimento da regulação e das motivações dos reguladores em relação aos problemas ocasionados pelo mercado", contudo

“não tratava adequadamente o impacto econômico da regulação e mostrava-se deficiente para incluir os grupos de interesse na análise”.

Os críticos dessa teoria, procedentes da Escola de Direito e Economia de Chicago, alegaram que: (i) os mercados podem cuidar da maioria das falhas sem qualquer intervenção governamental, inclusive sem regulação; (ii) nos poucos casos em que os mercados podem não funcionar perfeitamente, o litígio privado pode resolver quaisquer conflitos que os participantes do mercado possam ter, e; (iii) mesmo que mercados e tribunais não possam resolver todos os problemas perfeitamente, os reguladores do governo são incompetentes e corruptos, o que tornaria a regulação em algo nocivo (SHLEIFER, 2005).

Pela ótica utilitarista do pensamento econômico ortodoxo, a atuação do Estado como regulador serviria como instrumento garantidor da eficiência dos mercados. Porém, a concepção do governo como um instrumento confiável e sem custos para alterar o comportamento do mercado foi questionada pela emergente teoria das falhas de governo (HIRSHLEIFER, DE HAVEN & MILLIMAN, 1960; POSNER, 1969; POSNER, 1970), segundo a qual os órgãos regulatórios não seriam suficientemente eficientes na correção das falhas de mercado (POSNER, 1974).

Coase (1960) argumentou que, nos poucos casos em que o mercado não estiver apto a resolver com sucesso suas próprias falhas, tribunais imparciais ao aplicarem contratos e regras de responsabilidade civil já são suficientes para alcance da eficiência dos mercados. Portanto, o espaço para regulação seria mínimo num cenário em que tribunais funcionam bem, garantindo direitos de propriedade e contratos.

Conforme apontado por Shleifer (2005), do ponto de vista teórico, houve confiança excessiva dos críticos da teoria do interesse público na capacidade dos mercados e dos tribunais e, do ponto de vista empírico, estes mesmos críticos não levaram em consideração que a escalada da regulação propiciou uma sociedade mais rica e de consumidores geralmente satisfeitos com tais proteções. A crença desequilibrada na eficiência dos tribunais e na inépcia dos reguladores não tem base conceitual, tampouco base empírica, pois tanto os juízes como os reguladores são agentes do governo, sujeitos a pressões, incentivos e restrições políticas. Há, inclusive, evidências de que tribunais no mundo todo são altamente ineficientes, politicamente motivados, lentos e até corruptos (JOHNSON, MC MILLAN & WOODRUFF, 2002; DJANKOV ET AL., 2002).

4.3 A Teoria da Regulação Econômica

Em 1971, Stigler publica seu artigo seminal *The Theory of Economic Regulation*, no qual reforça os questionamentos aos pressupostos de um governo benevolente e competente, endossa os argumentos de que o governo falha na tentativa de corrigir as falhas de mercado e alega que a regulação serve aos propósitos dos regulados, dos grupos de interesse e à maximização da utilidade de políticos e burocratas.

Essa teoria consiste, basicamente, em duas proposições: (i) o processo político de regulação é normalmente capturado pelos interesses da indústria a ser regulada, e; (ii) mesmo nos casos em que, sob a influência de grupos organizados de consumidores, os reguladores tentam promover o bem-estar social, eles são incompetentes e raramente têm sucesso (PELTZMAN, LEVINE & NOLL, 1989).

Logo na abertura do artigo, Stigler deixa clara sua tese central de que a regulação é cooptada pela indústria regulada:

> *The state - the machinery and power of the state - is a potential resource or threat to every industry in the society. With its power to prohibit or compel, to take or give money, the state can and does selectively help or hurt a vast number of industries. (...) The central tasks of the theory of economic regulation are to explain who will receive the benefits or burdens of regulation, what form regulation will take, and the effects of regulation upon the allocation of resources.*
>
> *Regulation may be actively sought by an industry, or it may be thrust upon it. A central thesis of this paper is that, as a rule, regulation is acquired by the industry and is designed and operated primarily for its benefit.* (STIGLER, 1971, p.3)

Barrionuevo Filho e Lucinda (2005) afirmam que a linha teórica desenvolvida por Stigler (1971), e complementada por Peltzman (1976), guarda relação com a obra de Olson (1965) sobre bens públicos, a qual demonstra que em regimes democráticos o suposto governo da maioria muitas vezes é dominado por pequenas minorias que concentram o poder, ou seja, grupos de interesse organizados. Tais grupos capturam o governo e, consequentemente, os órgãos reguladores. Isso aconteceria porque políticos e funcionários públicos seriam movidos pelo auto interesse, escolhendo racionalmente maximizar seu bem-estar individual, ao invés de priorizar o bem-estar coletivo, resultando em proteção para determinados grupos e ônus para a sociedade em seu todo.

Nesta teoria, a relação da regulação com a política é vista de forma negativa, ao passo que as agências reguladoras seriam contaminadas por ações de políticos interessados em formas de aumentar seu poder, objetivo este que seria alcançado ao atender às demandas de grupos de

interesse. A regulação se daria, portanto, não para corrigir falhas de mercado, mas sim para beneficiar interesses da indústria regulada e dos políticos e burocratas.

Com relação a novos entrantes, Djankov e outros (2002) avaliam que, de acordo com esta vertente, a barreira de entrada proporcionada pela regulação mantém os concorrentes afastados e aumenta os lucros dos titulares, ou seja, deve levar a uma concentração do poder de mercado e lucros cada vez maiores, ao invés de proporcionar os benefícios da competição para os consumidores.

Formulada em um contexto histórico norte-americano de defesa da desregulação, a teoria da captura advogava que a regulação imposta pelo Estado seria causadora de distorções na alocação ótima de bens que o livre mercado proporcionaria (PÓ, 2009, p.30).

4.4 A Economia Institucional

Enquanto as duas teorias abordadas acima fornecem explicações para as origens e consequências da regulação, sob perspectivas antagônicas e baseadas em diferentes tradições intelectuais e diferentes pressupostos, uma outra linha ocupa, em paralelo, a literatura acadêmica sobre regulação: a regulação como um processo de política pública (GINOSAR, 2014; FIANI, 2004). Neste debate, teorias institucionalistas apontam para estruturas, contextos, valores, ideias e interdependências entre indivíduos e instituições como os principais fatores no esforço de investigação e compreensão do processo regulatório.

O estudo das instituições é presente não somente na economia, mas em várias outras disciplinas, como sociologia, ciência política e história. Decorre disso a inexistência de uma definição única para o termo “instituição” (Hodgson, 2006), que poderá divergir inclusive dentro de um mesmo campo do saber. Tampouco há uma corrente de pensamento unificada, mas sim um repertório considerável de teorias institucionalistas que se desenvolveram de forma independente, adotando diferentes enfoques, que em alguns casos podem ser complementares e, em outros, substitutos.

Na ciência política, Rousseau, Kant, Montesquieu, Tocqueville e Weber são alguns dos nomes relacionados às origens do institucionalismo (NASCIMENTO, 2009). Mais recentemente, em uma sistematização das correntes neoinstitucionalistas que se desenvolveram principalmente a partir dos anos 1980, Hall & Taylor (1996) elencaram o institucionalismo histórico, o institucionalismo da escolha racional e o institucionalismo sociológico como

escolas que buscam elucidar de que maneira as instituições atuam e influenciam na determinação de resultados sociais e políticos.

Na análise de fenômenos econômicos, as questões de ordem institucional estiveram presentes desde Smith e Marx, mas foi na virada para o século XX que Veblen, Commons e Mitchell iniciaram a tradição institucionalista em economia, escola hoje conhecida como a velha economia institucional, colocando as instituições no centro da análise econômica. No entanto, é somente a partir da década de 1980 que ganha espaço o estudo do papel das instituições no desenvolvimento econômico, com as contribuições da nova economia institucional (NEI), de Coase, Williamson e North, e, mais recentemente, do institucionalismo contemporâneo de linha heterodoxa, do qual fazem parte Chang e Hodgson. Contudo, é notável que, em todas as abordagens econômicas, o institucionalismo se revista de inlfluências multidisciplinares, sendo permeado por aspectos relacionados a outros campos do saber, como direito, sociologia e história.

Desde o final do século XX, a abordagem da economia institucional se fez presente no debate e em análises empíricas sobre regulação. Um exemplo demonstrado por PÓ (2009), é de que a NEI serviu de base para a criação de agências reguladoras ao redor do mundo nos anos 1990 e 2000, inspirados em estudos como o de Levy e Spiller (1996) sobre privatização.

Ao considerar a regulação como parte integrante das políticas públicas e da relação entre Estado e mercado, Spiller e Tommasi (2007) destacam a utilidade da compreensão das origens, natureza e evolução das instituições de regulação em uma abordagem transacional para a determinação de políticas públicas, explicando que a natureza e as características de tais políticas são impactadas pelo tipo de contratos facilitados pelas instituições.

Na visão da teoria econômica neoclássica, ortodoxa, apartada de teor político e sociológico (SWEDBERG, 1994), as relações público-privadas são ofuscadas, como se fossem exceções, e como se existissem mercados totalmente organizados e estruturas governadas integralmente por estes mercados (NELSON, 2002). Já sob a ótica de correntes econômicas heterodoxas, o funcionamento do mercado assume uma perspectiva mais concreta, na qual a interação entre mercado e governo é encarada mais como regra do que como exceção (MEIRELLES, 2010).

A visão de mercado como espaço da eficiência decorre da abordagem neoclássica de eficiência na alocação dos recursos, e é expandida para a perspectiva de eficiência transacional, presente na NEI. Já para a linha que se convencionou aqui chamar de institucionalismo

contemporâneo, o mercado é espaço de estratégias. Dela fazem parte economistas evolucionários e desenvolvimentistas, como Chang e Hodgson, que enfatizam a mudança, o dinamismo, a descoberta e a inovação, mas também o passado histórico, tendo sido influenciados por preceitos da velha economia institucional vebleniana.

Embora a ótica dos neoinstitucionalismos da ciência política (HALL & TAYLOR, 1996) também seja pertinente à análise do tema regulação, conforme desenvolvido por Ginosar (2014), neste trabalho optou-se por utilizar o arcabouço teórico institucional da economia, cujas principais características serão exploradas a seguir.

4.4.1 A Velha Economia Institucional ou Economia Institucional Original

A atenção à relevância das instituições como fator determinante no funcionamento da economia emerge na transição do século XIX para o XX, capitaneada por Thorstein Veblen, John Commons e Wesley Mitchell, entre outros. Estes economistas desenvolveram uma linha histórico-descritiva, tornando-se alvo de críticas e descrédito. Nunca houve uma convergência desta corrente com a ortodoxia econômica – considerada o *mainstream economics* – representada pelos economistas neoclássicos, que a consideravam pouco séria pela ausência de formalização teórica (ZYLBERSZTAJN, 1995).

A abordagem dos institucionalistas originais caracteriza-se por três pontos principais: (i) crítica à teoria neoclássica por sua inadequação em tratar as inovações; (ii) preocupação em entender como se dá a mudança e não o equilíbrio estável, e; (iii) ênfase no processo de evolução econômica (HODGSON, 1993).

Segundo Rutherford (2001), a velha economia institucional argumentava em favor do empirismo, se opondo às formulações teóricas ortodoxas baseadas em hipóteses irrealistas e suposições comportamentais distantes do funcionamento real da economia. A negação dos institucionalistas em pensar a economia em torno da noção de equilíbrio ou de ajustamento marginal reitera a importância do processo de mudança e transformação, tornando-os também evolucionários, conforme observado por Conceição (2007). A postura darwiniana fica evidente nas palavras de Veblen (1898, p.188), “(...) a vida do homem em sociedade, assim como a vida de outras espécies, é uma luta pela existência e, consequentemente, é um processo de seleção adaptativa. A evolução da estrutura social tem sido um processo de seleção natural de instituições”.

A ciência evolucionária sugerida por Veblen criticava as construções teóricas baseadas em pressupostos de *homo economicus* e competição perfeita, que confeririam ao homem o potencial de "calculador instantâneo de dor e prazer" (Veblen, 1961, p.73), ou seja, enquanto agente econômico, o homem seria capaz de realizar todos os cálculos necessários à maximização do prazer e/ou à minimização da dor (CAVALCANTE, 2014). Em contraposição, Veblen sugeriu a ideia de um processo evolutivo e uma teoria dos instintos, de acordo com a qual os homens seriam movidos por três instintos: (i) de artesanato (*workmanship*), que seria a tendência à implementação de incrementos tecnológicos; (ii) familiar (*parental bent*), que inclinaria o sujeito a buscar a melhora do bem-estar da família e da sociedade; e, (iii) de curiosidade (*idle curiosity*), que levaria o sujeito a produzir explicações coerentes do mundo (RUTHERFORD, 1984, p. 332. APUD. CAVALCANTE, 2014, p. 377). No entanto, segundo Veblen (1898), as instituições seriam autônomas aos instintos e capazes, inclusive, de moldá-los. As instituições veblenianas seriam, portanto, análogas a hábitos mentais, formas de ser e de fazer as coisas que se cristalizam em instituições, mantidas ou modificadas ao longo do tempo pela ação reprodutiva ou transformadora dos indivíduos (CAVALCANTE, 2014).

Na explicação de Conceição (2007), a ideia de evolução, em Veblen, está intimamente associada ao "processo de causação circular", do que "depreende-se que o ideário institucionalista está mais próximo do campo analítico heterodoxo do que do *mainstream* neoclássico, visto que seus princípios teóricos originaram-se da oposição aos fundamentos de equilíbrio, otimalidade e racionalidade substantiva" (Idem, p.624).

Commons e Mitchell, embora tenham sido discípulos de Veblen, não concordaram integralmente com suas concepções mais radicais, no sentido de rejeição completa da ortodoxia econômica. Mitchell também entendia instituições como "hábitos de pensamento predominantes que ganharam aceitação geral como normas orientadoras da conduta" (MITCHELL, 1910, p. 203 APUD. CAVALCANTE, 2014, p. 377). Já para Commons (1934), a principal contribuição da economia institucional era a explicação da importância da ação coletiva, cujo grau de cooperação exigido para se lograr eficiência surgia não de uma pressuposta harmonia de interesses, mas da invenção de instituições, que colocariam ordem no conflito (CONCEIÇÃO, 2001).

Recorrendo à ideia de David Hume de que a escassez de recursos levaria ao conflito de interesses, Commons (1931) argumenta que o mesmo seria resolvido unicamente com base na força física, caso não existissem restrições à ação individual. Portanto, acredita nas instituições como mecanismos de ação coletiva, com a função de resolução de conflitos sem recurso à força

física, mas sim com base em regras, regulando as ações sociais que estariam implícitas nas transações. O conceito de transação, em Commons, nada mais é do que “a alienação e a aquisição, entre indivíduos, dos direitos de propriedade e liberdade criados pela sociedade” (COMMONS, 1931, s. p. APUD. CAVALCANTE, 2014, p. 378).

A aproximação entre a ótica institucionalista e a ortodoxia se deu somente com a escola dos custos de transação e a NEI, que atribuem a Commons algumas de suas inspirações.

4.4.2 A Nova Economia Institucional (NEI)

A NEI começou a tomar forma a partir da década de 1960, com uma construção conceitual que propõe a centralidade do papel das instituições no desenvolvimento econômico, sob o argumento de que as mesmas propiciam a minimização dos custos de transação e, como resultado, um funcionamento mais eficiente das firmas, dos mercados e do sistema como um todo. Seus principais expoentes são Ronald Coase, Oliver Williamson e Douglass North.

Segundo Coase (1998), a expressão "*the new institutional economics*" foi cunhada por Williamson (1975) com a intenção de desvincular esta nova corrente da velha economia institucional, cujos aportes eram considerados meramente histórico-descritivos, se opondo à teoria neoclássica dominante sem, contudo, apresentar um método consistente de observação e mensuração. Entretanto, Williamson (2010) reconhece que foi Commons, um dos expoentes da escola institucional original, quem primeiro propôs a adoção da transação como unidade de análise. Embora não rompa frontalmente com os preceitos neoclássicos e possa até mesmo ser considerada uma vertente da ortodoxia (MEIRELLES, 2010; CONCEIÇÃO, 2007), a NEI faz críticas ao *mainstream economics* por seu elevado grau de abstração e pouca conexão com a realidade (COASE, 1991; WILLIAMSON, 2010).

A NEI tem suas bases na microeconomia e, como ponto de partida, resgata apontamentos teóricos feitos por Ronald Coase (1937), em seu artigo seminal *The Nature of the Firm*. Segundo Williamson (2010, p.675): *“Upon viewing firm and market as ‘alternative methods of coordinating production’ (1937, p.388), Coase observed that the decision to use one mode rather than the other should not be taken as given (as was the prevailing practice) but should be derived”*. Ao destituir do mecanismo de preços o protagonismo exclusivo quanto à coordenação da produção, Coase (1937) questiona quais seriam os fatores de eficiência determinantes para que uma firma decida produzir um bem ou serviço para atender às suas próprias necessidades ao invés de recorrer ao mercado. Segundo o autor, as firmas se organizam para produzir quando os custos de produção são menores do que os custos de realizar as

transações no mercado – o que posteriormente ficou conhecido na literatura econômica como "custos de transação" e tornou-se um dos conceitos de primordial importância na NEI. Segundo Coase (1937), toda operação de mercado custa alguma coisa, pois o sistema não comporta custos de transação zero. Resta, portanto, entender como e por que tais custos conforme os diferentes modos de organização. Cabe notar que, a despeito das explicações de Coase, os economistas neoclássicos ainda continuaram considerando custos de transação zero em seus modelos por pelo menos mais três décadas.

Sobre a contribuição do artigo de Coase à NEI, Conceição (2001, p.35) ressalta dois pontos fundamentais:

> (...) primeiro, não é a tecnologia, mas as transações e seus respectivos custos, que constituem o objeto central da análise; e, segundo, a incerteza e, de maneira implícita, a racionalidade limitada são elementos-chave na análise dos custos de transação (1937, p. 336-7). Em Coase, a empresa teria como função economizar os custos de transação, o que se realizaria de duas maneiras: através do mecanismo de preços, que possibilitaria à empresa escolher os mais adequados em suas transações com o mercado, gerando "economia de custos de transação"; segundo, substituindo um contrato incompleto por vários contratos completos, uma vez que seria de se supor que contratos incompletos elevariam custos de negociação e concertação.

Tem-se que o primeiro elemento primordial da NEI são os custos de transação, que seriam aqueles decorrentes da negociação, monitoramento e execução de contratos celebrados no mercado, bem como dos riscos associados às rupturas e falhas desses contratos, sendo que a eficiência é alcançada pela redução de tais custos (COASE, 1937). Resgatando Adam Smith, Coase (1998) argumenta que, se a produtividade do sistema econômico depende da especialização (divisão do trabalho), a mesma somente se viabiliza se houver troca – e quanto mais baixos os custos de troca, ou seja, os custos de transação, mais especialização haverá e maior será a produtividade do sistema. Em outras palavras, a eficiência alocativa da teoria neoclássica é substituída pela eficiência transacional da NEI, mas a lógica utilitarista e a busca pelo equilíbrio geral permanecem inalteradas (MEIRELLES, 2010), caracterizando a permanência de axiomas neoclássicos.

O segundo conceito de fundamental importância é o de direito de propriedade, também proposto por Coase (1960), em seu artigo "*The Problem of Social Cost*". O autor explica que os direitos de propriedade nada mais são do que direitos de realizar certas ações. Essa definição foi ampliada por Armen Alchian (1965), para quem os direitos de propriedade seriam um conjunto de direitos de uso, transferência ou exploração. Esses direitos podem ser impostos por lei, como Coase presumiu, mas também por etiqueta e costume social. Williamson expandiu a ideia original e demonstrou que os direitos de propriedade são vulneráveis a predação

oportunista e que arranjos privados costumam ser menos onerosos do que o sistema legal para fazer cumprir os direitos (MENARD & SHIRLEY, 2014a). Coase (1960) mostrou que a atribuição de direitos de propriedade importa quando os custos de transação são positivos, fazendo com que o ambiente institucional, o sistema jurídico e o Estado adquiram importância central.

O terceiro conceito fundamental são os contratos, que podem ser definidos genericamente como acordos, escritos ou não, entre as partes. Duas suposições caracterizam o conceito de contratos da NEI: os contratos (i) nunca são perfeitamente cumpridos, e; (ii) nunca são perfeitamente completos. Tal como os dois conceitos anteriores, a ideia de contrato também foi introduzida por Coase (1937), mas no contexto específico de sua análise sobre como as firmas diferem dos mercados. Foi Williamson (1971) quem derrubou os pressupostos comportamentais neoclássicos ao introduzir outro componente à análise, o oportunismo – motivação das partes de um contrato abandonarem o espírito de cooperação quando as apostas são grandes. O autor se diferencia por considerar que as falhas de mercado não são decorrentes da incerteza, mas sim da reunião de duas hipóteses de comportamento, a racionalidade limitada e o oportunismo (CONCEIÇÃO, 2001).

Williamson (1996), inspirado em Simon (1958), adota o princípio da racionalidade limitada, que consiste no reconhecimento do limite da capacidade cognitiva humana de lidar com a formulação e resolução de problemas complexos perante a realidade, seja em função de limites neurofisiológicos ou de linguagem. Essa limitação definiria o comportamento dos agentes econômicos e seria a causa da incompletude dos contratos, abrindo espaço para o oportunismo (PEREIRA, 2014). A adaptação às muitas eventualidades futuras não previsíveis resulta em custos adicionais e, ao invés de antecipar todas as circunstâncias possíveis, que gerariam um contrato completo, a própria organização interna da firma economiza os atributos de racionalidade limitada, tomando decisões em circunstâncias nas quais a incerteza prevalece (CONCEIÇÃO, 2001). De acordo com Simon (1958), embora o comportamento humano seja intencionalmente racional, o consegue ser apenas limitadamente.

O comportamento oportunista, por sua vez, é aquele centrado no autointeresse e que Williamson identificou sob as formas manifesto, sutil e natural, assim descritas por Conceição:

> No primeiro [manifesto], o comportamento é semelhante ao do Príncipe de Nicolau Maquiavel: sabendo que os agentes econômicos com quem tratava eram oportunistas, foi alertado a se engajar na recíproca, rompendo contratos com impunidade, sempre que arbitrasse que as razões que mantinham o vínculo de obrigações não mais existiam. No sutil, ocorre o comportamento estratégico, descrito na forma de buscar ou perseguir o autointeresse com sutileza ou astucia. Na forma natural de

> oportunismo, o sistema é tratado de maneira marginal e as decisões são tomadas visando a autointeresses corporativos. (CONCEIÇÃO, 2001, p. 39)

Na organização interna da firma, o comportamento oportunista materializa-se na falta de sinceridade e honestidade nas transações. O oportunismo, assim como a incerteza e a racionalidade limitada, orientam o processo de tomada de decisões.

Ao contrário da economia neoclássica padrão, que assume que os contratos são completos e sem custos de execução pelo sistema judicial, o trabalho de Williamson em contratos também implicava que os direitos de propriedade seriam vulneráveis à predação oportunista e que os sistemas jurídicos geralmente são mais onerosos para disputas do que pedidos privados. North se concentrou em como os direitos de propriedade e sua aplicação afetam as formas como as sociedades se desenvolvem e diferem, contrastando os direitos de propriedade robustos de elites poderosas com os direitos vulneráveis ou ausentes de não elites em sociedades onde as não elites têm pouco acesso a recursos legais ou políticos (MENARD & SHIRLEY, 2014b).

Esses três conceitos – custos de transação, direitos de propriedade e contratos – estão longe de ser os únicos desenvolvidos no âmbito da NEI, mas encapsulam seu núcleo teórico, que parte da premissa de que, como os custos de transação são positivos, as informações são onerosas e incompletas e os contratos e direitos de propriedade são definidos e aplicados de maneira imperfeita, o que faz com que a estrutura institucional seja determinante no desempenho econômico (MENARD & SHIRLEY, 2014a). Estas são, inclusive, as diferenças marcantes da NEI em relação à abordagem ortodoxa, pois estes três conceitos rejeitam os pressupostos neoclássicos de informação perfeita, racionalidade perfeita e custos de transação zero.

Para explicar a dinâmica do modelo e a importância central das instituições, Coase (1998) enfatiza que os custos de transação dependem das instituições de um país, tais como seus sistemas jurídico, político, social, educacional, sua cultura e assim por diante, e, então, conclui que são estas mesmas instituições que governam o desempenho de uma economia. O autor argumenta, ainda, que, por esse motivo, a análise econômica não pode se limitar ao que acontece dentro de uma única firma:

> *The costs of coordination within a firm and the level of transaction costs that it faces are affected by its ability to purchase inputs from other firms, and their ability to supply these inputs depends in part on their costs of coordination and the level of transaction costs that they face which are similarly affected by what these are in still other firms. What we are dealing with is a complex interrelated structure. Add to this the influence of the laws, of the social system, and of the culture, as well as the effects*

> *of technological changes such as the digital revolution with its dramatic fall in information costs (a major component of transaction costs), and you have a complicated set of interrelationships, the nature of which will take much dedicated work over a long period to discover.* (COASE, 1998, p. 73)

A partir dessa gênese, a NEI dividiu-se em duas vertentes principais, uma identificada com Coase e Williamson, que analisa direitos de propriedade e contratos no nível da empresa, e outra encabeçada por North, que analisa ambientes institucionais e o papel do Estado. Há uma série de outras correntes que se desenvolveram simultaneamente e estão intimamente associadas, ou até mesmo fazem parte da NIE, como, por exemplo, as teorias da escolha pública, de Mancur Olson, e do trabalho, de Buchanan e Tullock, ou a continuação da abordagem dos direitos de propriedade, de Harold Demsetz (MENARD & SHIRLEY, 2014a; 2014b).

Sob a ótica da firma, as transações e a estrutura de mercado exercem influência direta na organização interna, refletindo em sua estrutura hierárquica e decisões de produção. Mercados e hierarquias determinam o custo de elaboração, execução e respeito às condições de um contrato. Ademais, o risco de se enfrentar contratos incompletos e condições imprevisíveis podem levar a firma a evitar o mercado e recorrer a modelos hierárquicos de organização – a integração vertical discutida por Williamson (1971). Em seu artigo "*Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*", Williamson (1979) retomou a ideia de incompletude contratual (WILLIAMSON, 1971), operacionalizou os efeitos dos custos de transação nos contratos e detalhou um tripé de atributos transacionais: incerteza, frequência e especificidade dos ativos. Ele analisou como os diferentes tipos de contratos, e as distintas estruturas de governança nas quais os mesmos estão inseridos, alinham-se ou não com esses três atributos (MENARD & SHIRLEY, 2014a), e identificou o ambiente institucional (instituições políticas e legais, leis, costumes, normas) como *locus* da mudança de parâmetros que provocam alterações nos custos (WILLIAMSON, 1995). Em sua definição, as instituições são arranjos sociais, produtos da ação instrumental individual, destinadas à minimização dos custos associados à realização de transações econômicas entre os agentes (WILLIAMSON, 1996; 2000).

Conforme sintetizado por Ghertman (2014), as questões regulatórias são abordadas por Williamson (1976) com base na economia dos custos de transação. Em primeiro lugar, formas alternativas de organização econômica, como monopólio privado, monopólio regulado, firma estatal ou licitação, devem ser avaliadas em seus méritos e fracassos comparativos, ao invés de serem comparadas a uma solução ideal. Em segundo lugar, essa avaliação comparativa deve levar em conta a redistribuição dos ativos usados para transações em diferentes setores. Em

condições de baixa especificidade de ativos, a desregulação resultando em mais competição pode ser louvável. Quando existem níveis mais altos de especificidade de ativos (por exemplo, ferrovias, gás, eletricidade ou telecomunicações), a regulação pode ser a opção mais apropriada. O equilíbrio é alcançado quando a estrutura de governança escolhida nos custos de transação no contexto dos atributos de transações existentes. Williamson (1998) considera que esse tipo de equilíbrio dura por períodos limitados. Portanto, se as condições de especificidade dos ativos mudarem para níveis comparativamente mais baixos, uma mudança da regulação para a desregulação pode ser garantida, desde que os custos da mudança não superem os benefícios. Quando as escolhas de governança são modificadas, devido aos atributos das transações serem diferentes, o equilíbrio anterior é substituído por um novo, de acordo com o mesmo princípio normativo. Ghertman (2014) conclui que, na economia dos custos de transação, embora o Estado tenha o papel de proporcionar a eficiência de custos, o modelo não é suficiente para explicar as mudanças rumo a mercados mais regulados ou desregulados.

Na NEI, os estudos acerca de mudanças institucionais e o papel do Estado serão desenvolvidos por North que, no final dos anos 1960, começa a defender que a mudança tecnológica nem sempre desempenhou papel proeminente na promoção da produtividade, mas sim a evolução institucional (MENARD & SHIRLEY, 2014a). Com base em levantamento de dados históricos, ele argumenta que novos arranjos institucionais (por exemplo, contratos escritos executados por tribunais) foram amplamente responsáveis pelo desenvolvimento econômico bem sucedido na Europa e EUA (NORTH & THOMAS, 1973; NORTH, 1981).

Conforme observado por Gala (2001, 2003), North parte da constatação e do entendimento do processo histórico do desenvolvimento econômico (NORTH & THOMAS, 1973; NORTH, 1981) para, então, formular uma teoria no livro *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* (NORTH, 1990), expandindo a matriz teórica de Coase sobre a capacidade das instituições de promoverem reduções nos custos de transação do sistema econômico. Seu objetivo era entender por que as instituições mudam, e por que alguns países são ricos e outros, pobres. Em busca de uma explicação realista, North abandonou os pressupostos neoclássicos sobre a racionalidade humana e, corajosamente, começou a desenvolver modelos econômicos que incorporavam política, ideologia e crenças (MENARD & SHIRLEY, 2014a). Para North, o desenvolvimento econômico é consequência direta do desenvolvimento institucional, portanto, sua teoria do desenvolvimento institucional é uma teoria do desenvolvimento econômico.

Em sua definição emblemática, North (1990, p.3) diz que as instituições são "as regras do jogo" em uma sociedade ou, mais formalmente, são as restrições humanamente concebidas que moldam a interação humana e, em consequência, estruturam incentivos nas trocas, sejam elas políticas, sociais ou econômicas. A mudança institucional molda a maneira como as sociedades evoluem ao longo do tempo e, portanto, é a chave para compreender a mudança histórica. Em outras palavras, as sociedades criam as instituições para reduzir a incerteza, e os custos de transação que dela decorrem, e coordenar as atividades humanas. As instituições formais são as leis e normas, impostas por um governo ou agente com poder de coerção, ao passo que as instituições informais são normas ou códigos de conduta, formados pela própria sociedade:

> *Institutions are the humanly devised constraints that structure political, economic and social interaction. They consist of both informal constraints (sanctions, taboos, customs, traditions, and codes of conduct), and formal rules (constitutions, laws, property rights). Throughout history, institutions have been devised by human beings to create order and reduce uncertainty in exchange. Together with the standard constraints of economics they define the choice set and therefore determine transaction and production costs and hence the profitability and feasibility of engaging in economic activity. They evolve incrementally, connecting the past with the present and the future; history in consequence is largely a story of institutional evolution in which the historical performance of economies can only be understood as a part of a sequential story. Institutions provide the incentive structure of an economy; as that structure evolves, it shapes the direction of economic change towards growth, stagnation, or decline.* (NORTH, 1991, p.97)

A incerteza inerente ao ambiente econômico e social é o conceito basilar do modelo proposto por North (1990), pois sua existência pode dificultar ou até mesmo inviabilizar por completo as transações econômicas. O autor critica a *rational choice*, e alega que as imperfeições informacionais impedem que os agentes conheçam *ex-ante* seu rol de possibilidades de escolha, incapacitando-os à tomada de decisões "ótimas" – na acepção neoclássica. A noção de incerteza, para North, assume diferentes sentidos, em diferentes momentos. Conforme atenta Gala (2001; 2003), inicialmente, o conceito reveste-se de sentido epistemológico, visto que decorre do fato de que os agentes não possuem as capacidades mentais e computacionais para conhecer e processar todas as informações pertinentes à sua tomada de decisão (North, 1990). Quase uma década depois, torna-se perceptível um sentido ontológico, quando o autor relaciona a incerteza, de forma ampla, a questões de realidades mutáveis (North, 1999). Seja como for, essa incerteza se materializa em custos de transação no modelo por ele proposto.

Antes de iniciar sua explanação sobre os custos de transação, North (1990, p.28) observa que: "*Neither Coase nor many of the subsequent studies of transaction costs have attempted to*

define precisely what it is about transacting that is so costly, but that issue is central to the issues of this study and I now turn to it". Em seguida, define os custos de transação como sendo aqueles associados à manutenção do sistema formal de direitos de propriedade, nas condições de especialização e divisão do trabalho. O autor divide tais custos em duas categorias: custos de *measurement* e de *enforcement*. Simplificadamente, os custos de *measurement* estão relacionados aos problemas de assimetria de informação, que impedem que os agentes conheçam todos os detalhes do objeto da transação em curso. Já os custos de *enforcement* referem-se à legitimidade da transação, ou seja, à incerteza que os agentes têm sobre os direitos de propriedade do bem a ser trocado. Apoiado no fato de que estes custos podem levar ao extremo de não realização de trocas na economia, North (1990) evidencia a dificuldade enfrentada pelos agentes devido à existência de incerteza e introduz o conceito de instituições como sendo a forma encontrada pela sociedade para fazer frente ao problema: "*the major role of institutions in a society is to reduce uncertainty by establishing a stable (but not necessarily efficient) structure to human interaction*" (NORTH, 1990, p.6).

Como parte das ações para redução da incerteza, o cumprimento de contratos entre Estado e atores privados também ocupa lugar de destaque no modelo de North, conforme sintetizado por Pó:

> Mecanismos institucionais que diminuíssem os custos de transação e ampliassem o comprometimento de governos e atores privados em honrar os contratos seriam benéficos a uma melhor alocação econômica e, conseqüentemente, ao desenvolvimento das economias de mercado. O papel básico das instituições seria reduzir os níveis de incerteza no ambiente de negócios, especialmente a possibilidade de o Estado usar de seu poder coercitivo para confiscar a riqueza gerada pela economia. (PÓ, 2009, p.34)

Outro conceito lançado por North (1990) é o de organizações. Em uma continuidade à analogia esportiva, o autor sugere que, se as instituições são as regras do jogo, as organizações são o time, que almejará vencer o jogo por uma combinação de habilidades, estratégia e coordenação, por meios justos e às vezes por meios sujos. As organizações são grupos de indivíduos ligados por algum propósito comum para atingir objetivos incluem órgãos públicos e políticos (partidos políticos, o Senado, um conselho municipal, uma agência reguladora), órgãos econômicos (empresas, sindicatos, fazendas familiares, cooperativas), órgãos sociais (igrejas, clubes, associações atléticas) e órgãos educacionais (escolas, universidades, centros de formação profissional). O autor acrescenta que as organizações são fundamentalmente influenciadas pela estrutura institucional, ao mesmo tempo em que influenciam como a tal estrutura evolui. Ao interagir umas com as outras e com as próprias instituições, as organizações formam a matriz institucional da sociedade e definem estímulos para os diversos agentes

sociais, em especial aos envolvidos em atividades econômicas. Embora a ênfase de North seja nas instituições, o foco nas organizações se dá principalmente em seu papel como agentes de mudança institucional, como observa Gala:

> Uma organização, ao operar, afeta variáveis políticas e econômicas. Quando seu cálculo de custo-benefício levá-la a atuar na esfera política, isto é, alterar leis, contratos e normas, assistiremos a uma mudança institucional. Para melhor explicitar essa concepção, North introduz a noção de equilíbrio institucional (North, 1990:86). Uma dada sociedade estará nesse equilíbrio quando, dadas as condições correntes, nenhum de seus agentes (organizações) tiver estímulo para alterar as regras formais e informais (instituições) sob as quais essa sociedade opera (ver North, 1990: 86). GALA, 2003, p.102

A evolução das matrizes institucionais, para North (1990), determina consequências econômicas, políticas e sociais e é, portanto, um panorama da história de desenvolvimento das sociedades. Com base nisso, o autor coloca duas questões fundamentais: (i) o que determina diferentes trajetórias de evolução social, política e econômica ao longo do tempo; e, (ii) a que se deve a sobrevivência das economias com desempenho persistentemente fraco por longos períodos de tempo?

Para respondê-las, North apoia-se no conceito de *path dependence*, desenvolvido por Brian Arthur (1988) e Paul David (1985) para explicar trajetórias de mudança tecnológica. Os autores procuram demonstrar porque soluções ineficientes podem persistir, mesmo quando escolhidas por agentes racionais e explicam que, devido a retornos crescentes, a escolha de uma tecnologia menos eficiente num dado momento acaba se tornando ótima quando o sistema é dinamizado (GALA, 2001; 2003). North acredita que o conceito tenha o mesmo poder explanatório para a mudança institucional. Em ambos os casos, retornos crescentes são a chave para a *path dependence*, mas, no caso da mudança institucional, o processo é mais complexo por causa do papel chave de organizações políticas (NORTH 1991; 1990).

Revisitando Arthur (1988), North destaca os quatro mecanismos de auto reforço para os rendimentos crescentes: (i) altos custos fixos ou de instalação, fazendo com que os custos unitários sejam decrescentes à medida que a produção aumenta; (ii) efeitos de aprendizagem, que melhoram os produtos ou reduzem seus custos à medida que sua prevalência aumenta; (iii) efeitos de coordenação, que conferem vantagens à cooperação com outros agentes econômicos que realizem ações semelhantes; e (iv) expectativas adaptativas, à medida que aumenta a predominância no mercado aumentam as crenças de predomonância ainda maior, ou seja, o que aconteceu no passado sustenta as expectativas a respeito do futuro.

Como consequência da ação destes mecanismos, podem ocorrer: (i) equilíbrio múltiplo – várias soluções são possíveis e o retorno é indeterminado; (ii) possíveis ineficiências – uma tecnologia que é melhor do que outra perde porque não teve sorte de adquirir aderência; (iii) *lock-in* – uma vez alcançada uma solução, é difícil sair dela; (4) *path dependence* – a consequência de pequenos eventos e circunstâncias fortuitas podem determinar soluções que, uma vez predominantes, levam a uma trajetória particular.

North (1990) interpreta que a argumentação da mudança tecnológica pode ser estendida à mudança institucional, pois em ambos os casos, os mercados são competitivos e os agentes visam a maximização das oportunidades. Além disso, ele justifica que o modelo de tomada de decisões de mudança tecnológica é similar ao modelo institucional porque, na mudança tecnológica, a competição direta também ocorre entre organizações, ou seja, organizações que incorporam as tecnologias concorrentes.

Porém, North (1990) observa que, além dos retornos crescentes, existe outra força moldando a trajetória da mudança institucional: os mercados imperfeitos caracterizados por custos de transação significativos. Não são apenas trajetórias divergentes e desempenho persistentemente ruim que podem prevalecer, mas também as percepções historicamente derivadas dos atores, influenciados por informação fragmentária e ideologias, moldam as escolhas que fazem, ao que North (1990, p.96) conclui: "*In a dynamic world characterized by institutional increasing returns, the imperfect and fumbling efforts of the actors reflect the difficulties of deciphering a complex environment with the available mental constructs – ideas, theories, and ideologies.*"

Ilustrando com um exemplo histórico, North (1990) demonstra que, a cada passo do caminho, há escolhas políticas e econômicas que fornecem alternativas reais. A *path dependence* é uma forma de estreitar conceitualmente o conjunto de escolhas e vincular a tomada de decisões ao longo do tempo, e não uma história de inevitabilidade em que o passado prevê nitidamente o futuro. Uma vez que um caminho de desenvolvimento é definido em um curso específico, de crescimento ou declínio, o caráter *path dependent* da mudança incremental das regras reforça o curso. Conforme explicado por Gala (2003, p.): "O próprio conceito de retornos crescentes realça a ideia de que uma vez numa trajetória, maior a tendência de permanência nela". Por fim, North (1990, p.100) define: "*Path dependence means that history matters. We cannot understand today's choices (and define them in the modeling of economic performance) without tracing the incremental evolution of institutions.*"

North (1990) notadamente argumenta que a mudança em instituições enraizadas é fundamentalmente gradual e incremental, pois embora as instituições formais possam mudar rapidamente em resposta a políticas deliberadas, crenças e convenções antigas costumam mudar lentamente (MENARD & SHIRLEY, 2014b). O processo se assemelharia a um fluxo circular:

> "*We can conceive of the process as a circular flow, in which we have initial perceptions of what reality constitutes. Those perceptions in turn lead to the construction of a set of beliefs, ideologies to explain that reality and to explain the way that we should behave. That in turn leads to the creation of an institutional structure, or an institutional matrix, which than shapes our "world". And as our beliefs about that reality incrementally change, we enact policies that incrementally modify that institutional structure. An incremental change is always constrained by path dependence. That is, the existing institutions constrain our choices. As we make those choices which are incrementally altering policy, we are changing reality. And in changing reality, we are changing in turn the belief system we have. That circular flow has gone on ever since human beings began to try to shape their destiny*" (NORTH, 1999, pg.15)

Se as regras e normas resistem à mudança por causa das crenças, North recorre à ciência cognitiva para entender melhor como as crenças humanas são afetadas por seus "modelos mentais". Os seres humanos usam modelos mentais para explicar e interpretar o mundo, modelos que são moldados por suas experiências pessoais e seu sistema de crenças herdado – o sistema de crenças que compartilham com outros membros de sua sociedade. Como o aprendizado é filtrado por meio desse sistema de crenças compartilhado, o passado afeta a maneira como as pessoas resolvem os problemas hoje (NORTH, 2005, p.77 APUD. MENARD & SHIRLEY, 2014, p.16).

4.4.3 Os institucionalistas contemporâneos

O institucionalismo contemporâneo, representado por economistas heterodoxos como Hodgson e Chang, transita de modo fluido entre os conceitos de instituição enquanto regras do jogo, modelos mentais e organizações, caracterizando-se pela interdisciplinaridade e pelo aproveitamento de conceitos e ideias, tanto da velha economia institucional quanto da NEI, dando pouca ênfase à oposição entre essas duas vertentes (CAVALCANTE, 2014).

Conforme sugerido por Cavalcante (2014), Hodgson (2001; 2006) tenta conciliar as ideias de "regras do jogo" de North e de modelos mentais de Veblen, definindo instituições como regras, restrições, práticas e ideias que podem moldar as preferências dos indivíduos. Para Hodgson (2001), o institucionalismo não se limita necessariamente ao determinismo cultural e institucional *top down* com o qual às vezes é associado. O autor cita o reconhecimento válido da dependência das instituições em relação aos indivíduos e também da moldagem dos indivíduos pelas instituições, presentes nos escritos de Veblen e Commons, para quem há

causação tanto ascendente quanto descendente, isto é, os indivíduos criam e mudam as instituições, assim como as instituições moldam e restringem os indivíduos. Daí deriva seu conceito *downward reconstitutive causation from institutions to individual*, ou causação reconstitutiva descendente, de acordo com o qual, as instituições são estruturadoras das motivações dos indivíduos, e, ao mesmo tempo, sustentadas pelos mesmos:

> *By structuring, constraining, and enabling individual behaviors, institutions have the power to mold the capacities and behavior of agents in fundamental ways: they have a capacity to change aspirations instead of merely enabling or constraining them. Habit is the key mechanism in this transformation. Institutions are social structures that can involve reconstitutive downward causation, acting to some degree upon individual habits of thought and action. The existence of reconstitutive downward causation does not mean that institutions directly, entirely, or uniformly determine individual aspirations, merely that there can be significant downward effects. Insofar as institutions lead to regularities of behavior, concordant habits are laid down among the population, leading to congruent purposes and beliefs. In this way the institutional structure is further sustained*. (HODGSON, 2006, p.7.)

Baseado no conceito vebleniano de que hábitos são formados pela repetição de ações ou pensamentos, Hodgson sustenta que as instituições não apenas estruturam as interações sociais, mas também são reforçadas e mantidas pelos indivíduos por meio de seus hábitos:

> Uma vez que hábitos se estabelecem, tornam-se uma base potencial para novas intenções e crenças. Como resultado, hábitos compartilhados são material constitutivo de instituições, dotando-as de acentuada durabilidade, de poder e de autoridade normativa. (HODGSON, 2001, p. 108, APUD. CAVALCANTE, 2014, p. 383)

Chang (2002) segue na mesma linha de Hodgson, e propõe uma economia política institucional – *institutional political economics* (IPE) – que se oponha ao que cunhou como "paradigma neoliberal", resultante da união entre a teoria econômica neoclássica e a filosofia política da escola austríaca, e do qual a NEI faria parte:

> *In addition to accepting the variety and the complexity of human motivations, we also need to acknowledge that human beings are fundamentally shaped by institutions. In neoliberal theories (including the NIE[23] models), individual motivations (which they usually call "preferences") are treated as the ultimate data. In these theories, institutions may be able to shape individual behaviours by punishing or rewarding particular types of conduct, but they are not able to change the motivation itself (Ellerman, 1999; Hodgson, 2000). In contrast, IPE does not see these motivations as given but as being fundamentally shaped by the institutions surrounding the individuals. This is because institutions embody certain "values" (worldviews, moral codes, social norms, or whatever one may choose to call them), and, by operating under these institutions, individuals inevitably internalize some of these values and thereby have their selves changed. This is what we elsewhere proposed to call the "constitutive role of institutions" (Chang and Evans, 2000), or what Hodgson (2000) calls the "downward reconstitutive causation from institutions to individuals", and is a central hallmark of a truly "institutionalist" approach, different from the neoliberal institutionalism of the NIE.* (CHANG, 2002, p.554)

[23] *NIE – New Institutional Economics*. Sigla em inglês equivalente a NEI.

O autor critica a NEI por sua visão reducionista das instituições como consequências funcionalistas por eficiência ou reflexões instrumentais de interesses e, particularmente, a definição de North que as coloca como constrangimentos, ou seja, "regras do jogo" que restringem o comportamento humano. Seu objetivo é ir além dessa visão "tênue" em direção a uma visão "densa", que reconheça nas instituições tanto o papel-chave da cultura e das ideias quanto o papel habilitador e constitutivo da ação humana, capaz de moldar as maneiras como grupos e indivíduos definem suas preferências (CHANG & EVANS, 2005). A principal diferença entre a NEI e os institucionalistas contemporâneos reside justamente em sua interpretação de uma causação de mão-dupla entre as motivações individuais e as instituições sociais:

> *(...) we need to accept that individuals also influence the way institutions are formed and run, as it is typically done in the NIE models. However, our approach differs from that of the NIE in that it postulates a two-way causation between individual motivation and social institutions, rather than a one-way causation from individuals to institutions (...).* (CHANG & EVANS, 2005, p.100)

Os institucionalistas contemporâneos, aqui representados por Chang e Hodgson, não discordam que instituições possuem um componente restritivo no que concerne às regras, mas aproximam-se da concepção vebleniana ao chamarem a atenção para o fato de que as instituições moldam a visão de mundo dos indivíduos ao mesmo tempo em que são moldadas pela ação individual (CAVALCANTE, 2014).

Ao discutir a formação e mudança das instituições, Chang e Evans (2005) ressaltam que o forte elemento de legado, inércia e *path dependence* na determinação das formas institucionais deve ser reconhecido desde o início, uma vez que mesmo as novas instituições são construídas a partir da matéria-prima das instituições existentes. Apesar de enfatizar a importância das ideias no processo de mudança institucional, os autores alertam que as mesmas não devem ser tratadas como uma força exclusivamente independente, assim como interesses e instituições não o são. Embora as ideias não sejam simplesmente objetos de manipulação dos agentes, é difícil que uma ideia se sustente no longo prazo sem algum apelo a grupos de interesse importantes. Para os autores, as escolhas humanas na determinação de mudanças institucionais são difíceis de prever, pois envolvem um complexo processo de equilíbrio de ideologia e interesses.

4.5 Algumas aplicações empíricas

Diferentemente das seções anteriores, esta seção tem o objetivo de destacar trabalhos de cunho empírico calcados, direta ou indiretamente, nas teorias abordadas acima e que, em algum

aspecto, possam servir de norte para a análise do caso brasileiro de regulação do *crowdfunding* de investimento.

A literatura aplicada a casos empíricos de regulação, em sua grande parte, analisa políticas de preços e concorrência em mercados de bens ou serviços que envolvam monopólios, trustes, bens públicos ou a privatização e desregulamentação de setores estratégicos – alguns exemplos são os trabalhos de Douglas & Miller (1974), Rose & Joskow (1990), Peltzman & Winston (2000), Joskow & Khan (2002). Estes casos, no entanto, diferem da lógica que rege o mercado de *crowdfunding* de investimento que, por sua vez, é análoga à do mercado de títulos[24]. Conforme explicado por Fox, Glosten e Rauterberg (2019), enquanto muitas transações de mercado envolvem o consumo de bens que proporcionam utilidade pessoal, as transações nos mercados financeiros, envolvem a busca de direitos sobre fluxos de caixa futuros e/ou direitos de propriedade. Um título é um instrumento financeiro negociável e consiste, essencialmente, em um contrato que proporciona ao seu titular algum tipo de direito (FOX, GLOSTER & RAUTERBERG, 2019). No Brasil, a CVM utiliza a definição de valor mobiliário[25] para qualificar os títulos sujeitos às suas regras e fiscalização – ou seja, a forma como podem ser ofertados e negociados.

O mercado de títulos contempla transações em duas categorias distintas: o mercado primário e o mercado secundário. Ao emitir títulos, as firmas vendem o direito a seus fluxos de caixa futuros e/ou o direito à propriedade de parte do negócio, em troca do dinheiro de indivíduos que tenham poupança disponível – os investidores. O mercado primário caracteriza-se pela transação inicial entre a firma, emissora dos títulos, e os primeiros compradores, sendo este o único momento em que a firma receberá o aporte financeiro. A partir daí, todas as demais transações envolvendo compra e venda dos mesmos títulos, são transações de mercado secundário, havendo fluxo de recursos somente entre os investidores que estiverem vendendo e os que estiverem comprando. No Brasil, o mercado atual de *crowdfunding* de investimento consiste apenas em ofertas no mercado primário, pois a regulação ainda não permite a operação

[24] *Securities* é o termo equivalente a títulos em inglês. No Brasil, como será abordado adiante, a definição mais adequada neste caso seria "valores mobiliários".

[25] De acordo com o artigo 2º da Lei 6385/76, são valores mobiliários: 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 de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

de um mercado secundário. Uma vez que os trabalhos de análise da regulação do mercado de títulos geralmente se apoiam em dados do mercado secundário para mensurar os efeitos das normas vigentes e das mudanças institucionais, é válido ressaltar a dificuldade enfrentada na trajetória desta pesquisa para encontrar referências compatíveis.

Os artigos seminais de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (LA PORTA ET AL. 1997; 1998; 2000) sobre arcabouço legal e proteção ao investidor, que sugerem mudanças na governança corporativa como motor para o desenvolvimento dos mercados de capitais, embora não façam menção às teorias abordadas neste capítulo, demonstram com suas constatações empíricas que as "regras do jogo" importam no estabelecimento de um ambiente em que os mercados de títulos possam prosperar e crescer. Os autores argumentam existir uma relação entre o sistema legal dos países e sua respectiva habilidade em financiar o desenvolvimento econômico e o crescimento – ou seja, as instituições importam. Os estudos sobre governança corporativa são mais comumente associados a problemas de agência – que decorrem da separação de propriedade e controle das empresas e ocorrem quando os interesses de acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores das empresas não estão alinhados (SHLEIFER & VISHNY, 1997) – mas, em sua essência, estão fortemente relacionados com as teorias abordadas neste capítulo e com o tema central desta tese, que trata do papel da regulação no desenvolvimento de um novo mercado de títulos.

Na pesquisa abrangendo 49 países, La Porta e outros (1997; 1998; 2000) mostraram que as diferenças nas leis e no cumprimento da proteção ao investidor explicam grande parte da disparidade de tamanho e desenvolvimento nos mercados financeiros (de crédito e de capitais) de tais países. As diferenças entre os países na concentração de propriedade das empresas (controle x minoritários), na amplitude e profundidade dos mercados de capitais, nas políticas de dividendos e no acesso das empresas ao financiamento externo são explicadas por um elemento comum que é o quão bem a legislação protege os investidores, sejam eles acionistas ou credores, de expropriação pelos administradores e pelos acionistas controladores das empresas. De acordo com os autores, a proteção de investidores pelo sistema jurídico é fundamental para a compreensão dos padrões de finanças corporativas e preditora do desenvolvimento financeiro em diferentes países.

La Porta e outros (2000) descrevem a proteção legal dos investidores como uma forma potencialmente útil de pensar sobre governança corporativa, por ser uma manifestação da maior segurança dos direitos de propriedade contra interferência política em alguns países. Sendo assim, concluem que os mercados financeiros precisam de alguma proteção de investidores,

seja por tribunais, agências governamentais ou pelos próprios participantes do mercado. Os autores destacam que, em parte, a natureza dessa proteção e, mais genericamente, da regulação dos mercados financeiros, está profundamente enraizada na estrutura jurídica de cada país e na origem de suas leis, o que pode fazer com que reformas marginais não logrem sucesso. Ao documentar empiricamente que as regras legais que protegem os investidores variam sistematicamente entre as tradições ou origens jurídicas, com as leis dos países de direito consuetudinário, conhecido por *common law* (originadas na lei inglesa) sendo mais protetoras de investidores do que aquelas do direito civil, *civil law* (originadas na lei romana), argumentam que as origens jurídicas foram tipicamente introduzidas em vários países através da conquista e colonização e que estão relacionadas aos tipos de capitalismo, sendo o anglo-saxão mais focado no mercado e o romano mais centrado no estado.

Uma década depois do primeiro artigo da série, os mesmos autores (LA PORTA, LOPES-DE-SILANES & SHLEIFER, 2008) fazem uma revisão das pesquisas subsequentes e identificam quatro proposições: (i) as regras e regulamentações legais diferem sistematicamente entre os países, e essas diferenças podem ser medidas e quantificadas; (ii) essas diferenças nas regras legais e regulamentares são decorrentes, em grau significativo, das origens dos sistemas legais; (iii) a divergência histórica básica nos estilos de tradições jurídicas – o foco de implementação de políticas da *civil law* versus o foco de apoio ao mercado da *common law* – é fator explicativo das diferentes regras legais; (iv) as diferenças medidas nas regras legais são importantes para os resultados econômicos e sociais. Argumentam, ainda, que outros estudos demonstraram que a *common law* está associada a um menor formalismo de procedimentos judiciais (DJANKOV ET AL. 2002) e maior independência judicial (LA PORTA ET AL., 2004) do que a *civil law*. Esses indicadores, por sua vez, estariam associados a um melhor cumprimento dos contratos e a uma maior segurança dos direitos de propriedade em sistemas regidos pela *common law* (LA PORTA ET AL., 2008). Ao sugerir que os países que têm mercados de títulos mais desenvolvidos decorrentes de seus sistemas legais podem ser mais o produto de *path dependence* do que resultado de uma evolução natural e inevitável em direção a uma maior eficiência, os autores novamente se aproximam de conceitos institucionalistas.

Dada a complexidade de uma convergência de sistemas jurídicos para um padrão de *common law* com o propósito de desenvolver os mercados de títulos (ou os mercados financeiros em geral) seguindo os exemplos de EUA e Reino Unido, Coffee (2001) sugere uma convergência funcional no nível de regulação do mercado de títulos. Segundo o autor, três principais ganhos de eficiência resultariam dessa transição: (i) harmonização dos padrões de

divulgação de informações, gerando economias substanciais nos custos de transação e maior comparabilidade dos emissores, com consequentes ganhos para os investidores e maior acesso aos mercados de capitais em todo o mundo para os emissores; (ii) maiores controles legais sobre o poder dos administradores e acionistas controladores, reduzindo os custos de agência e aumentando a capacidade de empresas estrangeiras de vender suas ações em outros mercados; e (iii) acesso aos mercados públicos de ações permite que os emissores realizem investimentos de longo prazo e de maior risco, gerando assim crescimento econômico. O autor ainda destaca que, sob a perspectiva econômica, os ganhos da convergência funcional fluem não apenas para os acionistas, mas também para o crescimento da economia do país.

Além das questões de eficiência, Coffee (2001) argumenta que facilitar a propriedade dispersa no capital das empresas produziria consequências sociais e políticas desejáveis, pois na ausência de proteções legais para os acionistas minoritários, os investidores dependem de relacionamentos, não da lei, e o resultado é um sistema de investimento que pode ser caracterizado como "capitalismo de compadrio", com enorme margem para alocação incorreta de capital incorretamente e desenvolvimento de um sistema econômico altamente estratificado e hierárquico que desencoraja os empresários. O incentivo ao desenvolvimento dos mercados de ações e o incentivo à dispersão da propriedade podem, portanto, implicar não apenas em ganhos de eficiência, mas também em uma sociedade mais aberta, menos dominada por bancos e intermediários financeiros centralizados e mais atraente para o empreendedorismo. Essa "hipótese social" sobre as consequências de fornecer proteções legais aos acionistas minoritários é especulativa, mas pode acabar se mostrando mais importante do que os ganhos de eficiência (COFFEE, 2001).

A regulação da oferta pública inicial de títulos (mercado primário) consiste num processo análogo ao das ofertas de *crowdfunding* de investimento e foi analisada por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006), com base na mesma amostra de 49 países utilizada para os estudos anteriormente mencionados. Os autores interpretam que as leis de valores mobiliários contemplariam dispositivos para tentar conter o “problema do promotor” ao qual estão sujeitas as emissões de títulos. O “problema do promotor” refere-se à abordagem de Mahoney (1995) para problemas de agência que consistiriam no risco de emissores de venderem títulos ruins ao público. O conceito é repleto de conflitos de interesse, com o promotor agindo para vender ações pelo preço mais alto possível, ao mesmo tempo em que oculta informações ruins sobre a empresa e desvia recursos e ativos para si. Quando não tratadas, as possibilidades de risco moral e seleção adversa podem inviabilizar o financiamento de longo prazo pelo mercado de capitais.

Conforme demonstrado por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), a manipulação de lucros é mais ampla em países com fraca proteção ao investidor. A partir deste referencial, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006) examinaram a relação entre as disposições das leis de valores mobiliários que regem as ofertas públicas em cada país e sua relação com medidas de desenvolvimento do mercado de ações. Os autores interpretaram as evidências à luz de três hipóteses distintas.

Na primeira hipótese, associada a Coase (1960), a política governamental ótima é deixar os mercados de títulos desregulados e, dessa forma, os emissores de títulos têm um incentivo para divulgar todas as informações disponíveis para obter preços mais altos simplesmente porque a não divulgação faria com que os investidores presumissem o pior. Os investidores podem confiar nessas divulgações quando (i) houver penalidades legais, contratuais e de reputação por relatórios incorretos; (ii) a verificação da precisão não tiver custo; ou, (iii) a precisão dos relatórios for respaldada por garantias. Quando a verificação é onerosa, os bons emissores podem recorrer a mecanismos adicionais para sinalizar sua qualidade, seja mediante certificação de qualidade dos títulos por auditores e subscritores para salvaguardar sua reputação e evitar a responsabilização sob contrato ou código civil, ou se submetendo aos requisitos especiais de bolsas de valores privadas, que podem exigir a divulgação ideal e monitorar a conformidade das empresas listadas, a exemplo do que faz a bolsa brasileira desde o ano 2000 com os níveis diferenciados de governança corporativa. De acordo com esta primeira hipótese, esses mecanismos seriam suficientes para a prosperidade dos mercados de títulos e, portanto, a lei de valores mobiliários seria irrelevante ou até mesmo prejudicial, na medida em que aumentaria os custos de transação e abriria possibilidade de interferência política nos mercados (COASE, 1975; MACEY, 1994; ROMANO, 2001 APUD LA PORTA ET AL., 2006).

Na segunda hipótese delineada pelos autores, a lei de valores mobiliários importa, ou seja, tanto as reputações quanto as leis contratuais e de responsabilidade civil são insuficientes para evitar que os “promotores” enganem os investidores, pois a recompensa da trapaça é muito alta, e, ao mesmo tempo, o litígio contratual e a responsabilização civil são processos muito caros e de resultados incertos. Para reduzir os custos de transação[26] e o comportamento oportunista, o governo pode introduzir uma lei de valores mobiliários que proporcione padronização, especificando a estrutura de contratação para melhorar a disciplina de mercado

[26] Originalmente, autor utiliza o termo *enforcement costs*, que, no contexto colocado, parece ter o mesmo sentido dos custos de transação da NEI.

e as condições do litígio privado. A lei pode exigir a divulgação de informações específicas no prospecto, tais como lucratividade e estrutura de propriedade – facilitando o processo de avaliação das empresas pelos investidores – e também pode especificar padrões de responsabilidade que os emissores e intermediários enfrentarão quando os investidores procurarem recuperar danos perante empresas que, sujeitas a regras de divulgação afirmativa, não revelaram informações potencialmente relevantes. Deste modo, conforme corroborado por Hay, Shleifer e Vishny (1996), Hay e Shleifer (1998) e Glaeser e Shleifer (2001; 2002), a lei pode reduzir as incertezas e os custos de litígio, beneficiando o desenvolvimento dos mercados.

Na terceira e última hipótese, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006) apontam que, mesmo considerando uma lei de valores mobiliários que descreva tanto as obrigações de divulgação de várias partes quanto os padrões de responsabilidade, não raro os incentivos privados serão insuficientes para motivar o comportamento honesto dos emissores. Neste caso, será necessária a figura de uma instância pública de aplicação da lei, como as comissões de valores mobiliários, capaz de intervir *ex ante*, esclarecendo obrigações legais, ou *ex post*, impondo suas próprias penalidades ou intentando ações judiciais. De acordo com Glaeser, Johnson e Shleifer (2001) e Glaeser e Shleifer (2003), estas instâncias podem regular os mercados de maneira focada e livre de interferência política, pois podem introduzir regulamentos aos participantes do mercado, podem garantir que as informações sejam obtidas dos emissores e participantes do mercado por meios mais efetivos do que os de demandantes privados, e podem impor sanções. Sob essa hipótese, a força da aplicação pública introduzida pelas leis de valores mobiliários é a solução mais benéfica para o desenvolvimento do mercado.

Depois de formuladas estas três hipóteses, os autores produziram medidas quantitativas de leis e regulamentos de valores mobiliários, com foco nas regras de divulgação obrigatória, padrões de responsabilidade e aplicação pública, para, então, examinar a relação entre as leis de valores mobiliários e uma série de indicadores de desenvolvimento do mercado de ações. As leis de valores mobiliários, na medida em que reduzem os custos de contratação e de resolução de disputas, podem encorajar os investidores e, consequentemente, fomentar o desenvolvimento do mercado de ações e, como consequência, os mercados de dívida também.

A principal conclusão do estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2006) é de que os mercados financeiros não prosperam quando deixados exclusivamente para as forças do mercado. Outras conclusões foram que tanto os requisitos de divulgação extensivos quanto os padrões de responsabilidade que facilitam a recuperação de perdas do investidor estão associados a mercados de ações maiores e que os resultados encontrados sobre os benefícios da

divulgação apoiam conclusões semelhantes de Barth, Caprio e Levine (2003), para quem o monitoramento privado está positivamente correlacionado com o tamanho do setor bancário. Esses resultados apontam para a importância de regular o conflito de agência entre administradores, acionistas controladores e investidores minoritários para promover o desenvolvimento do mercado de capitais, e para a necessidade de reforma legal que apoie o desenvolvimento financeiro. No entanto, os autores admitem que os resultados do trabalho lançam dúvidas sobre a suficiência de soluções puramente privadas para preencher a lacuna entre os países com proteção forte e fraca ao investidor. Por fim, dizem que o artigo corrobora com a tese desenvolvida anteriormente de que a origem legal prediz o desenvolvimento do mercado de ações, uma vez que os resultados apoiam a visão de que o benefício da *common law* nesta área vem de sua ênfase na disciplina de mercado e no contencioso privado. Em suas palavras: "The benefits of common law appear to lie in its emphasis on private contracting and standardized disclosure and in its reliance on private dispute resolution using market-friendly standards of liability" (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES & SHLEIFER, 2006, p.28).

4.6 Síntese relacional dos apontamentos teóricos e proposta de quadro para análise

Esta seção tem o objetivo de sintetizar e inter-relacionar alguns dos conceitos das diferentes contribuições teóricas apresentadas neste capítulo, bem como propor um quadro teórico consolidado para amparar a análise qualitativa, que se pretende fazer a seguir, do processo de regulação e de seus efeitos para o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil.

As teorias abordadas estão calcadas em paradigmas e ideologias distintos. Entretanto, ao estudá-las, torna-se possível identificar alguns elos relacionais e também constatar que sua complementariedade pode ser construtiva para o aprimoramento do processo regulatório e de seus resultados (vide quadro 2 para uma breve síntese).

Na teoria do interesse público, a regulação deve surgir unicamente como resposta às falhas de mercado, visando a corrigi-las para que o mercado funcione de forma eficiente, enquanto a teoria da regulação econômica, da qual desdobram-se a teoria dos grupos de interesse e da captura, postula que a regulação é fruto de ações autointeressadas de firmas, grupos e indivíduos que buscam maximizar seus interesses específicos, configurando inevitáveis falhas de governo. Ambas carregam elementos importantes e não excludentes.

Quadro 2. Síntese teórica – da teoria do interesse público aos institucionalismos

Teorias/Escolas	**Principais conceitos**	**Autores**
Interesse público	Falhas de mercado Governo benevolente	Pigou
Regulação econômica	Falhas de governo Grupos de interesse e captura	Stigler, Peltzman
Velha economia institucional	Instituições são hábitos mentais Ênfase na mudança e evolução	Veblen, Mitchell
	Instituições criadas pelo coletivo para balizar comportamento humano e evitar uso da força Transação como unidade de análise	Commons
Nova economia institucional	Custos de transação Direitos de propriedade Contratos Instituições são a fusão de organizações e suas regras Foco nas firmas (micro)	Coase
	Racionalidade limitada Oportunismo Instituições são a fusão de organizações e suas regras	Williamson
	Instituições são "regras do jogo" e constrangedoras da ação humana Organizações são os órgãos que aplicam as regras Mudança institucional x *path dependence* Foco no papel do Estado (macro) Ênfase no desenvolvimento econômico	North
Institucionalistas contemporâneos	Instituições são constitutivas e habilitadoras da ação humana, e não apenas constrangedoras Ênfase no desenvolvimento econômico	Chang
	Instituições são regras do jogo e hábitos mentais	Hodgson

Fonte: Elaboração própria.

Em defesa da regulação, Stiglitz (2009, p. 27) observa que "*regulation often fails to achieve the ambitions that we hold for it, but it is still the case that, at least in many instances, matters are better with regulation than without it*" e defende que parte da arte do desenho de regimes regulatórios é identificar aqueles que são menos prováveis de serem capturados ou

abusados. Outros autores, entre os quais Fiani (2004) e Ginosar (2014), atentam para a complexidade do processo regulatório e argumentam que a omissão do aspecto institucional nas análises acarreta limitações significativas na compreensão de situações concretas.

Abordagens institucionalistas se tornaram mais presentes no estudo da regulação a partir da década de 1990. O pensamento institucionalista se caracteriza pela multidisciplinariedade e pela diversidade de correntes, principalmente na economia e na ciência política. Neste trabalho, optou-se por explorar as correntes da literatura econômica, que, até certo ponto, guardam interfaces conceituais com as da ciência política, pois considerarem aspectos históricos, culturais e sociológicos em seus arcabouços. Conforme exposto, o debate concentra-se na NEI, que pode ser considerada a vertente institucionalista ortodoxa, e nos institucionalistas contemporâneos, estes últimos com viés heterodoxo evolucionário e influenciados em maior medida pela velha economia institucional.

O termo instituição é imbuído de diferentes significados a depender da corrente e, por vezes, havendo até mesmo distintas interpretações dentro de uma mesma corrente. Na velha economia institucional, por exemplo, enquanto Veblen e Mitchell compartilham uma ideia de instituição como hábito mental, adquirido nas atividades cotidianas das pessoas, para Commons, as instituições são regras balizadoras do comportamento humano, advindas de alguma forma de controle coletivo, para evitar que conflitos sejam solucionados com base em força física. Na NEI, Coase e Williamson entendem instituição como organizações e suas regras (por exemplo, firmas, mercados e Estado), responsáveis pela alocação dos recursos escassos, mas, dentro dessa vertente, é de North a definição mais difundida, segundo a qual as instituições são as “regras do jogo”, no sentido de que as mesmas fornecem limites para a ação humana, definidos pela própria sociedade, e são emanadas pelas organizações, dentre as quais, o Estado. No institucionalismo contemporâneo, representado principalmente por Chang e Hodgson, as concepções também se dividem, com Chang considerando as instituições como mecanismos não só restritivos, mas também constitutivos e possibilitadores da ação humana, que se fundem em regras e organizações, ao passo que Hodgson entende instituições como regras mantidas por hábitos, propensões à prática de determinada ação ou comportamento.

Embora as correntes institucionalistas aqui estudadas tenham sido desenvolvidas de maneira independente umas das outras e em diferentes momentos, é possível identificar algumas intersecções e inspirações em suas linhas de pensamento. As ideias de Commons sobre escassez de recursos e o conceito de transações fizeram com que ele fosse o único representante da velha escola institucional reconhecido unanimemente por Coase, Williamson e North. A

proximidade de North e Commons na percepção das instituições como restritivas ao comportamento individual suscita a principal crítica dirigida a North por Chang, que considera as instituições como sendo também constitutivas e possibilitadoras da ação humana, e não apenas constrangedoras. Por outro lado, Chang se aproxima de Commons na interpretação de instituições corporificadas em organizações. Hodgson, por sua vez, tenta fazer uma conciliação entre elementos do pensamento de Veblen e North, entendendo as instituições como regras do jogo e, ao mesmo tempo, modelos mentais fortalecidos pelo hábito.

A partir destes referenciais teóricos e com inspiração nos trabalhos empíricos discutidos neste capítulo, foram mapeados elementos para composição de um quadro teórico (quadro 3) que, subsidiado pelos contextos histórico-estruturais descritos nos capítulos anteriores e por entrevistas realizadas com participantes do mercado, guiará a análise empírica que se pretende realizar sobre origens, causas, processo e consequências da regulação do *crowdfunding* de investimento no Brasil.

Quadro 3. Proposta de quadro teórico para análise qualitativa

Teorias	**Elementos para análise qualitativa**
Interesse público	Incerteza, assimetria de informações
Regulação econômica	Autonomia do órgão regulador Identificação de grupos de interesse e seu possível espaço de atuação
Economia institucional	Contrato e direitos de propriedade Incerteza e custos de transação Racionalidade limitada e oportunismo Ideologias, hábitos e modelos mentais Mudança institucional e *path dependence* Objetivos de desenvolvimento econômico

Fonte: Elaboração própria.

Tendo em mente a teoria do interesse público, cabe identificar quais falhas de mercado motivaram a utilização de um novo instrumento de captação de recursos e qual a reação do órgão regulatório com sua disseminação, ou seja, o que originou o processo regulatório.

Já com base na teoria econômica da regulação, interessa averiguar a suscetibilidade da regulação a falhas de governo, seja por falta de autonomia do regulador ou por atuação exercida por grupos de interesse, seja via pressão de novos entrantes ou de forças antagônicas compostas por atores já estabelecidos que tenham se sentido ameaçados.

Levando-se em consideração o arcabouço teórico da economia institucional, os conceitos e pontos focais selecionados para a análise do processo de regulação foram: (i)

contrato e direitos de propriedade, presentes nas teorizações de Commons e Coase; (ii) incerteza e custos de transação, tratados por todos os teóricos da NEI; (iii) racionalidade limitada e oportunismo, conceitos desenvolvidos por Williamson; (iv) ideologia, hábitos e modelos mentais, abordados por Veblen, North, Hodgson e Chang; (v) mudança institucional e *path dependence*, presentes em North e Chang, e; (vi) instituições como política pública de desenvolvimento econômico, na interpretação de Chang e Evans.

A adoção de um quadro teórico múltiplo inspirou-se nos argumentos de Ginosar (2014), de que, ao combinar o ferramental institucionalista às outras abordagens teóricas, o regulador atende melhor ao interesse público, e também nas proposições feitas por Chang e Evans (2005) e por Hall e Taylor (1996), no sentido de que as diversas visões institucionalistas não são mutuamente excludentes e que, pelo contrário, o intercâmbio entre as diferentes escolas e seus aspectos complementares têm potencial profícuo ao propiciar uma análise mais holística.

5. METODOLOGIA

Um plano de condução de pesquisa, em geral, consiste na interseção de três atributos: uma abordagem filosófica, um desenho de pesquisa e métodos de investigação e análise.

Como pressuposto filosófico, este trabalho apoia-se no pragmatismo. Segundo Creswell (2014), embora possa assumir muitas formas, o pragmatismo deriva de ações, situações e consequências, mais do que de condições antecedentes, como é o caso do positivismo. O autor ainda ressalta a preocupação desta perspectiva quanto à aplicação prática e à solução de problemas, além da utilização de múltiplos métodos de pesquisa para atingimento dos objetivos:

> *There is a concern with applications—what works—and solutions to problems (Patton, 1990). Instead of focusing on methods, researchers emphasize the research problem and use all approaches available to understand the problem (see Rossman & Wilson, 1985). As a philosophical underpinning for mixed methods studies, Morgan (2007), Patton (1990), and Tashakkori and Teddlie (2010) convey its importance for focusing attention on the research problem in social science research and then using pluralistic approaches to derive knowledge about the problem.* (CRESWELL, 2014, p.49)

Em resumo, a visão pragmática é pluralista, focada nas consequências das ações, centrada no problema e orientada para a prática no mundo real. No que tange ao desenho de pesquisa, pesquisadores pragmáticos podem valer-se simultaneamente de métodos qualitativos e quantitativos, escolhendo livremente as técnicas e procedimentos que possibilitem o melhor entendimento de um problema, optando pela adoção de diferentes formas de coleta de dados, análise e interpretação (CRESWELL, 2014). Para Huff (2008), a combinação de abordagens qualitativas e quantitativas evita que a pesquisa esteja exposta às fragilidades próprias do uso de cada método individualmente, mas, por outro lado, os estudos baseados em métodos mistos ainda estão suscetíveis a críticas de superficialidade da análise, quando comparados a métodos tradicionais.

Esta tese é um estudo exploratório e foi desenvolvida com base nestes pressupostos, utilizando-se de métodos mistos de pesquisa, com coleta de dados para análise quantitativa e qualitativa. Os procedimentos técnicos de investigação consistiram em pesquisas documental e de campo, que tiveram como marco orientador a revisão de literatura de teorias, artigos acadêmicos relacionados ao tema, leis e normas, relatórios de organismos internacionais e de *think tanks*. No que tange especificamente à literatura acadêmica sobre *crowdfunding*, é importante ressaltar que os primeiros artigos científicos surgiram somente a partir de 2011 e o campo ainda carece de pesquisa e reflexão (BOUAISS, MÉRIC & MAQUE, 2016).

Segundo Easterby-Smith e outros (2015, p.13), a revisão da literatura é um resumo analítico de um corpo de pesquisa existente à luz de um determinado problema de pesquisa. Os autores explicam que, além de proporcionar aos pesquisadores o aprendizado sobre uma área temática, ela também proporciona um contexto para o estudo e um refinamento dos tópicos a serem tratados. A revisão de literatura permeou todas as etapas desta tese, tendo sido necessária a divisão da pesquisa bibliográfica em grupos, que vieram a constituir o tema de cada capítulo. Como critério geral de busca da literatura, adotou-se a aplicação, no *website Google Scholar* e também no *Columbia University Libraries Catalog* (CLIO), de palavras-chave pertinentes a cada subtema ou teoria que se pretendia pesquisar. Após uma rápida seleção pelos títulos dos artigos, efetuava-se a leitura do resumo e, caso realmente parecesse pertinente, passava-se à leitura da introdução e conclusão, para posteriormente realizar-se a leitura completa e fichamento. Artigos que foram identificados pelo resumo como sendo atinentes ao tema, mas não diretamente relacionados aos aspectos que se pretendia discutir na tese, foram guardados para possível consulta futura. Os principais critérios para a escolha da literatura foram: as correntes teóricas e o renome dos autores; citações feitas em outros artigos e livros já lidos; o ano de publicação, dando-se preferência à produção mais recente; o campo de estudos do artigo ou capítulo de livro – preferencialmente economia, finanças e direito; e, sempre que possível, a classificação Qualis Capes do veículo em que o artigo foi publicado. Os capítulos 1, 2, 3 e 4 foram integralmente baseados em pesquisa bibliográfica, enquanto os capítulos 6, 7 e 8 mesclam o uso de pesquisa bibliográfica, documental e de campo.

A pesquisa documental que, conforme descrita por Gil (2008, p.51), se caracteriza pelo levantamento de materiais que ainda não receberam tratamento analítico, apoiou-se principalmente em dados, normas e relatórios divulgados nos *websites* das plataformas de *crowdfunding* de investimento e da CVM, para subsidiar as análises qualitativa e quantitativa do caso brasileiro realizadas no âmbito deste trabalho, nos capítulos 6, 7 e 8. O uso de páginas da *internet* como objeto de análise documental tem se tornado frequente, dada a relevância irrefutável dessa forma de comunicação na atualidade. Foi realizado, então, um primeiro levantamento para localizar informações que poderiam interessar ao objetivo de pesquisa dentro de cada página. Essa primeira leitura foi feita de forma esquemática e pouco profunda, para a familiarização com o documento em si, dada a diversidade na linguagem e forma de organização de cada *website*. Após essa primeira leitura, foi realizada uma segunda, para efetivamente extrair as informações relevantes.

A coleta de dados quantitativos sobre todas as ofertas de *crowdfunding* de investimento realizadas de janeiro de 2014 a dezembro de 2019 foi efetuada nos *websites* das plataformas registradas na CVM até dezembro de 2019. O período foi delimitado tendo como base o ano da primeira oferta realizada nesse mercado (2014) e o último ano completo para o qual havia dados informados quando se iniciou a análise procedida neste trabalho (2019). Ademais, optou-se por não incluir os dados de 2020 devido às prováveis distorções causadas pela pandemia mundial de Coronavírus. Parte dos dados utilizados no capítulo 6 foram extraídos de relatórios analíticos da CVM (2019; 2020), mas cabe observar que o levantamento de dados diretamente nos *websites* das plataformas fez-se necessário pelo fato de as estatísticas consolidadas fornecidas pela autarquia: (i) não incluírem os dados dos anos de 2014 e 2015; (ii) não informarem, separadamente, os valores e datas de cada oferta, e (iii) não discriminarem os nichos de *crowdfunding* de investimento em *startups* e setor imobiliário, informações sensíveis para as análises realizadas nos capítulos 6 e 8. Também é importante destacar que foi observada uma pequena diferença nos valores totais de oferta por ano informados nos relatórios analíticos da CVM (2019; 2020) quando confrontados com a consolidação dos valores coletados diretamente nos relatórios das plataformas, que, em teoria, seguem as regras de divulgação estabelecidas pela própria CVM. Entretanto, a autarquia fornece a consolidação de outros dados relevantes, não informados nos *websites* das plataformas, tais como o número de investidores e o número de ofertas lançadas, mas não fechadas com sucesso.

Os dados quantitativos extraídos dos *websites* das plataformas e dos relatórios da CVM foram organizados a fim de alimentar as análises apresentadas nos capítulos 6 e 8. As discrepâncias e o tratamento dado às mesmas foram devidamente informados ao longo dos respectivos capítulos. Os principais produtos resultantes desse levantamento estão refletidos no capítulo 6, que descreve a evolução do *crowdfunding* de investimento no Brasil, e no capítulo 8, no qual é desenvolvido um modelo econométrico que fundamenta parte da resposta à pergunta de pesquisa desta tese.

Do *website* da CVM também foi extraída a informação de quais plataformas registraram-se ao longo do primeiro ano de vigência do marco legal e que, confrontadas com as informações obtidas por meios de comunicação diversos (basicamente, notícias citadas no capítulo 6) sobre as plataformas que já operavam nos anos que antecederam a regulação específica, permitiram a constituição da amostra para a realização das entrevistas que nortearam parte da análise qualitativa efetuada no capítulo 7.

Adicionalmente, o *website* da CVM serviu de fonte para coleta de documentos e informações sobre o processo de discussão e edição da norma, bem como os resultados de algumas pesquisas realizadas junto ao público. As informações colhidas nesta etapa serviram grandemente para a elaboração do capítulo 6, para a análise desenvolvida na primeira parte do capítulo 7, e para orientar a elaboração do roteiro utilizado para guiar as entrevistas, que são o segundo pilar da análise empírica objeto deste mesmo capítulo.

A pesquisa de campo consistiu na coleta de dados qualitativos em uma rodada de entrevistas. Para a escolha de entrevistados, assumiu-se que investidores individuais e empresas emissoras, em sua grande maioria, não possuiriam conhecimento detalhado sobre a norma, além de que, não seria possível realizar entrevistas em profundidade com uma amostra significativa deste universo, então optou-se por não incluir estes atores na pesquisa de campo e tentar extrair informações sobre seu comportamento por meio das entrevistas com representantes das plataformas eletrônicas. Como ficará claro ao longo do trabalho, as plataformas exercem protagonismo no mercado de *crowdfunding* de investimento, por possuírem interface com emissores, investidores e regulador, servindo de elo entre todas essas pontas, e também por terem recebido atribuições de "guardiões" do mercado pela norma. No que tange ao regulador, não foi possível obter informações adicionais àquelas divulgadas publicamente no relatório de análise de audiência pública e nos relatórios estatísticos de evolução do setor.

A pesquisa de campo foi, portanto, conduzida junto a gestores das plataformas de *crowdfunding* de investimento. As instituições escolhidas para participar da etapa de entrevistas foram todas as plataformas registradas na CVM em junho de 2018, ou seja, 11 meses após a entrada em vigor da regulação específica do *crowdfunding* de investimento. Das 6 (seis) plataformas participantes da amostra, 2 (duas) eram pré-operacionais e 2 (duas) operavam apenas no setor imobiliário. O formato de roteiro semiestruturado foi escolhido por permitir adequação de algumas perguntas (ou sua não aplicação) de acordo com o estágio de vida de tais plataformas e seu setor de atuação.

Um primeiro contato foi realizado com o diretor-presidente da Associação das Plataformas de *Crowdfunding* de Investimento (à época denominada EQUITY e atualmente Crowdinvest), que forneceu os contatos dos gestores das plataformas selecionadas para a amostra. As entrevistas foram realizadas presencialmente ou por meio do aplicativo de vídeo chamadas *Skype*, em datas previamente agendadas com os gestores que aceitaram o convite para colaborar com a pesquisa e autorizaram a gravação do conteúdo via termo assinado ou consentimento verbal mediante leitura do termo. No termo de consentimento, foi informado aos

entrevistados que os nomes dos entrevistados e das plataformas por eles representadas não seriam identificados no trabalho.

As entrevistas foram transcritas e o conjunto de dados qualitativos foi submetido a um processo de codificação. De acordo com Miles, Huberman & Saldaña (2014), por código, entende-se pequenos trechos ou palavras-chaves que resumem uma informação relevante. Assim, o processo de codificação consiste na leitura dos dados em busca de tais palavras. No transcorrer do processo de codificação, vão surgindo padrões e semelhanças que quando lidos de forma analítica em relação ao todo dos dados codificados permitem ao pesquisador organizar os dados brutos em torno de categorias. A codificação deve, preferencialmente, ser feita em mais de uma forma. Esta pesquisa inspirou-se nas técnicas de codificação descritiva, *in vivo* e processual (MILES, HUBERMAN & SALDAÑA, 2014). O método descritivo foi a base do processo de codificação demonstrado no capítulo 7. Tal método atribui rótulos aos dados para resumir em uma palavra ou frase curta o tópico básico de uma passagem de dados qualitativos, fornecendo um inventário de tópicos para indexação e categorização. Já o método *in vivo* é voltado à coleta de percepções dos entrevistados e geralmente feito pelo uso de aspas na seleção de citações literais dos mesmos. O método processual, por sua vez, busca identificar as relações causais, pois processos implicam em ações entrelaçadas com a dinâmica do tempo, como coisas que surgem, mudam, ocorrem em sequências particulares ou são implementadas estrategicamente. A codificação do processo é apropriada para a pesquisa de teoria fundamentada que extrai a ação/interação do participante e as consequências. As etapas de codificação foram detalhadas no próprio capítulo 7.

Além da análise das entrevistas, o capítulo 7 também se apoiou em método interpretativo para conectar a teoria com as evidências empíricas. O referencial teórico discutido no capítulo 4, por meio de pesquisa bibliográfica, embasou a proposta de um quadro teórico, que foi usado no capítulo 7 para identificar as inter-relações com todos os demais capítulos.

A análise quantitativa do capítulo 8, por sua vez, foi desenvolvida com base nos dados descritos acima e em modelo econométrico. Julgou-se pertinente manter o detalhamento metodológico do modelo econométrico como parte constitutiva do próprio capítulo 8.

Para iniciar o percurso analítico do caso brasileiro, o capítulo 6 tratará da trajetória do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil desde 2014, quando ocorreu a primeira oferta com base neste instrumento. Nele será possível identificar que as recomendações e experiências internacionais abordadas no capítulo 3 pautaram os reguladores brasileiros desde

o início, quando as operações se respaldaram em uma interpretação da regulação existente para o mercado de capitais tradicional, e em todo o percurso até o estabelecimento do marco regulatório específico, fruto de um extenso processo de pesquisa dos reguladores brasileiros e da participação ativa dos representantes das plataformas e outros atores do mercado.

6. O ECOSSISTEMA DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL

No Brasil, empresas de menor porte sofrem dificuldades históricas e incontestáveis de acesso ao crédito bancário (AMBROZIO ET AL., 2017; BEDÊ, 2004), evidenciando uma disfuncionalidade permanente do sistema financeiro em prover recursos em volumes, prazos e custos adequados às atividades deste segmento da economia (MARTINS & SILVA, 2014).

A partir de meados da década de 1990, surgiram algumas soluções guiadas pelo mercado para viabilizar o investimento direto a empresas com perspectiva de alto crescimento, mas ainda não preparadas para captar recursos no mercado de bolsa. Investidores profissionais e institucionais entraram em cena, constituindo fundos de capital de risco para investir em empresas em estágio de crescimento com perspectivas de ganhos elevados a longo prazo – os fundos de *venture capital* (CHECA, LEME & SCHREIR, 2001). Para empresas de base tecnológica ainda em estágio embrionário, surgiram os pequenos aportes chamados de capital semente – *seed capital* ou *seed money*, em geral viabilizados por iniciativas de agências públicas de fomento a tecnologia, tais como a Finep, o CNPq e as FAP estaduais (PRATES, CINTRA & FREITAS, 2000) ou pelas próprias aceleradoras, para "dar o pontapé inicial" juntamente com os recursos investidos pelos próprios empreendedores. Na etapa seguinte, quando a empresa está em estágio de estruturação inicial – *startup* (CARVALHO, RIBEIRO & FURTADO, 2006) é geralmente o momento que se configura propício para investidores-anjo, pessoas físicas que investem seus próprios recursos, sem participar diretamente da gestão do negócio[27].

Estas três camadas de aportes podem ou não ser necessárias, a depender de cada caso, mas todas têm em comum a realização do investimento em troca de participação no capital da empresa investida, com a expectativa de que, em momento futuro, renderá dividendos ou poderá ser vendida com valorização a outros investidores.

Paralelamente, o microcrédito expandiu-se para atender microempresas e microempreendedores individuais, formais ou informais, com negócios de perfil pouco intensivo em tecnologia. Esta modalidade de financiamento tornou-se componente de uma estratégia de desenvolvimento social para o Brasil (BARONE ET AL., 2003), criando

[27] Em termos de valores dos aportes para cada modalidade, os fundos de *venture capital* investem até R$ 30 milhões, as aceleradoras até R$ 200 mil, e investidores-anjo aportam em torno de R$ 50 mil a R$ 500 mil de recursos próprios (SEBRAE, 2015). O *seed money*, R$ 500 mil e R$ 2 milhões

condições para o auto emprego e saída da situação de pobreza, objetivos originalmente propostos por Muhammad Yunus ao criar o Grameen Bank.

Diante deste cenário, a chegada do *equity-crowdfunding* ao Brasil, em 2014, configurou uma diversificação e ampliação das possibilidades de captação de um segmento inovador que não se enquadrava como demandante de microcrédito, mas que também ainda não era elegível a receber fundos de *venture capital*. Este nicho é composto, principalmente, por empresas em estágio inicial, dotadas de um perfil específico, conforme observado pelo regulador:

> Na prática, tem sido utilizado para atender a uma lacuna na captação de recursos de um segmento bem específico de empresas nascentes, em especial as baseadas em tecnologia, ligadas à pesquisa e ao desenvolvimento de ideias inovadoras, as chamadas *startups*. Essas empresas, principalmente nos estágios iniciais do desenvolvimento de seu produto, precisam de capital financeiro de terceiros, mas, dadas as suas características, não são atendidas por bancos ou pelas opções tradicionais do mercado de capitais, como a emissão de ações e debêntures, nem sempre estão aptas a captar recursos dos fundos de *venture capital* e *private equity*. (CVM/SOI, 2019, p.27-28)

Portanto, este capítulo compreende a primeira parte do quarto objetivo específico desta pesquisa, que é proporcionar uma descrição histórico-analítica do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil, desde seu surgimento até os dias atuais. Para tanto, buscou-se concatenar histórico, modus operandi, regulamentação e estatísticas, de forma concisa e com a intenção de não resvalar para o teor puramente descritivo. As principais fontes consultadas para sua elaboração foram editais de audiência pública, leis e normas, dados e pesquisas divulgados pela CVM, dados obtidos nos *websites* das plataformas eletrônicas, bem como materiais explicativos de autoria da própria autarquia e também em parceria com a Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas.

6.1 Arranjos provisórios e primeiras percepções

A primeira oferta de *crowdfunding* de investimento ocorreu em julho de 2014, realizada pela plataforma Broota[28], para financiar as suas próprias atividades. Com o mesmo foco, as plataformas EuSócio[29], Eqseed[30] e Start Me Up[31] também iniciaram atividades entre 2014 e 2015.

No *crowdfunding* de investimento, ao utilizar a internet para captar recursos dos investidores, as empresas emitem, em troca, contratos ou títulos que conferem a estes

[28] Noticiado no jornal Valor Econômico em 7 de agosto de 2014.
[29] Segundo matéria da revista Capital Aberto, edição nº131 de julho de 2014.
[30] Noticiado no jornal O Estado de São Paulo em 18 de julho de 2015.
[31] Noticiado no portal de economia do IG em 24 de setembro de 2015.

investidores direitos de crédito ou de participação no negócio. Contratos de investimento coletivo como estes não eram regulamentados até 2001, mas a prática de fraudes e irregularidades motivou sua inclusão no âmbito da regulação do mercado de capitais, que deu-se por meio de uma ampliação do conceito de valor mobiliário, inserida no artigo 2o da Lei 6385/76[32] (CVM, 2019, p.11).

Portanto, ao captar recursos via *crowdfunding* de investimento, uma empresa emite títulos ou contratos que se enquadram como valor mobiliário e, ao serem ofertados ao público, são regidos pela Lei 6385/76, que dispõe sobre a oferta pública de valores mobiliários. Tal lei exige que o emissor (empresa) e a oferta sejam registrados na CVM, e que a oferta seja intermediada por uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (CVM, 2019, p.11). Porém, estes trâmites tornam o custo da oferta inacessível para empresas de pequeno e médio porte (LAMCA, 2019, p.43).

A mesma lei mencionada acima autoriza a CVM a dispensar os registros da oferta e do emissor, bem como a contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para colocação dos respectivos valores mobiliários, a depender das características dos emissores, das ofertas e dos investidores (CVM, 2019, p.12-13). Sendo assim, por não haver regulamentação específica para o *crowdfunding* de investimento à época do surgimento das primeiras plataformas, as primeiras ofertas deste mercado se valeram das referidas dispensas, estabelecidas na Instrução CVM 400/03[33] para emissões de empresas com faturamento anual de até R$ 3,6 milhões, enquadradas como microempresa ou empresa de pequeno porte na descrição da Lei Complementar nº 123/2006, limitando o valor da captação a R$ 2,4 milhões a cada 12 meses, mas havendo a necessidade de comunicar previamente à CVM. Também era observada a dispensa de registro do emissor, com base na Instrução CVM 480/09 (CVM, 2016, p.4).

Este arcabouço regulatório acomodou a demanda inicial do mercado de *crowdfunding* de investimento, mas as particularidades dessa nova forma de captação de recursos levaram a CVM a considerar o desenvolvimento de uma regulamentação específica. As plataformas de *crowdfunding* de investimento não estavam enquadradas como instituições financeiras e não

---

[32] "Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei (....)
IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros."

[33] A Instrução CVM 400, de 2003, disciplina as ofertas públicas de valores mobiliários em geral e estabelece os casos de dispensa de registro e de outros requisitos.

estavam sob supervisão de qualquer autarquia ou agência governamental. Ademais, não existiam regras quanto ao perfil do investidor apto a participar deste mercado, tampouco uma padronização das informações das ofertas.

Com o objetivo de estudar as preferências e opiniões dos investidores sobre *crowdfunding*, notadamente a respeito da modalidade *equity-crowdfunding*, a CVM realizou uma pesquisa com cidadãos que acessaram o SAC da instituição e que assentiram em receber questionários da área de orientação ao investidor. As informações sobre esta pesquisa, resumidas abaixo, foram divulgadas pela autarquia em seu blog Penso, Logo Invisto[34].

O questionário foi enviado a 316 investidores, de 16 a 28 de julho de 2015, sendo que 36% responderam todas as questões e 8% responderam apenas as quatro primeiras perguntas. Sobre o perfil dos respondentes, foi possível identificar que 87% eram do sexo masculino, 89% estavam abaixo de 45 anos, 86% tinham, no mínimo, ensino superior completo, 77% residiam nas regiões sul e sudeste do país e 80% possuíam renda familiar acima de 5 (cinco) salários-mínimos. Portanto, além de ser uma amostra pequena, não pode ser considerada representativa da população em geral.

Com relação ao *crowdfunding*, 68% dos respondentes informaram nunca ter colaborado em campanhas da modalidade doação ou recompensa para iniciativas sociais ou culturais, mas 66% afirmaram já terem sido abordados, recebido propaganda ou visto anúncios sobre *equity-crowdfunding*. Ao serem questionados se estariam dispostos a investir numa oferta pública dessa modalidade, caso acreditassem no plano de negócios da empresa, 86% responderam afirmativamente, sendo que 78% dos investidores prefeririam investir valores até R$ 10.000 e 70% estariam dispostos a esperar até 3 anos para receber retorno do investimento.

As principais conclusões destacadas pela CVM, a partir dessa pesquisa de opinião, foram as seguintes:

i) Os investidores que conhecem ou possuem interesse em *equity crowdfunding* tendem a ter mais disposição para responder o questionário (provocando um viés amostral);

[34] http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/qual-a-opiniao-dos-investidores-sobre-equity-crowdfunding/ e http://pensologoinvisto.cvm.gov.br/wp-content/uploads/2016/01/Relatório-Pesquisa-Crowdfunding-Julho-2015-editada-para-Blog.pdf

ii) O perfil predominante dos respondentes (homem com menos de 45 anos, renda superior a 3 salários-mínimos e, no mínimo, com curso superior completo) explica uma maior tendência em aplicar em produtos menos tradicionais, como o *equity crowdfunding*;

iii) A intenção predominante de investimento neste tipo de negócio é inferior a R$ 10.000, sendo comum a resposta de R$ 1.000;

iv) A maioria dos investidores (56%) deseja começar a ter retorno em até 2 (dois) anos, o que pode ser incompatível com o tempo de maturação necessário para este tipo de investimento; e,

v) Riscos de fraude e de fracasso no negócio são vistos como maiores, com destaque também para falta de informação sobre andamento do projeto, sendo o *disclosure* um ponto de atenção.

Naquele momento, portanto, o desafio que se colocava aos reguladores brasileiros era o de mitigar os riscos do *crowdfunding* com retorno financeiro, sem impor custos e processos que inviabilizassem o crescimento desta fonte inovadora e mais barata de acesso a capital para *startups*, como fica claro neste trecho do edital de audiência pública SDM 06/2016, em que elenca os objetivos da norma proposta:

> "(...) a Comissão apresenta a presente Minuta objetivando: a) contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, que podem ser relevantes para a economia brasileira; b) ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial ou com dificuldades de acesso ao crédito em função de seu porte; c) promover proteção adequada dos investidores que, em muitos casos, não são participantes costumeiros do mercado de capitais; e, d) prover segurança jurídica para plataformas eletrônicas de *investment-based crowdfunding* e para empreendedores de pequeno porte." (CVM, 2016, p.2)

A minuta da nova norma para o mercado de *crowdfunding* de investimento foi colocada em audiência pública para encaminhamento de sugestões e comentários por todos os interessados no período de 8 de agosto até 6 de dezembro de 2016.

Além da audiência pública, de fevereiro a maio de 2017 a CVM aplicou uma nova pesquisa, visando ao entendimento em profundidade de preferências e percepções de investidores e emissores.

Desta vez, a amostra foi composta por 1039 respondentes, das bases de contatos da CVM e da Associação Brasileira de *Crowdfunding* de Investimento, dos quais 19,4% declararam já investirem, 70,5% estarem dispostos a investir e 10,1% não terem intenção de investir em *crowdfunding* de investimento. O perfil dos respondentes continuou semelhante ao da pesquisa anterior e, entre os principais motivos para investir, destacaram-se a possibilidade

de investir pequenas quantias (56%), a possibilidade de obter altos retornos (52%) e a diversificação (52%).

Daqueles dispostos a investir, 73% aplicariam até 10% da renda bruta anual ou patrimônio líquido e 70% declararam que investiriam em uma empresa nascente antes do estágio de faturamento. Quanto à expectativa de prazo para começar a receber algum retorno financeiro, constatou-se que apenas 18% estariam dispostos a esperar por mais de 3 (três) anos, enquanto 36% esperariam receber algo em até 12 meses e 28% entre 13 e 24 meses, demonstrando a importância da clareza nos materiais das empresas emissoras e das plataformas quanto aos prazos de retorno que devem ser esperados nesse tipo de investimento.

Esta pesquisa também contemplou uma etapa qualitativa, na qual foram feitas 22 entrevistas em profundidade, com investidores de variadas profissões. Os principais riscos identificados pelos investidores foram o risco de mercado, que pode ser traduzido como medo de "perder tudo", principalmente por má fé dos empreendedores, e o risco de gestão, ou seja, de baixa capacidade de execução, pouca experiência dos empreendedores e falta de determinadas competências necessárias para a gestão.

6.2 A regulação específica

A Instrução CVM 588/17 (ICVM 588), que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, foi publicada em julho de 2017. A norma vai ao encontro do debate internacional sobre regulação do *crowdfunding* com retorno financeiro, abordado em detalhes no capítulo 3, tentando harmonizar proteção aos investidores, simplificação de procedimentos para os emissores (empresas) e segurança jurídica das plataformas, mantendo custos de emissão em patamares baixos. As modalidades de *crowdfunding* de doações ou recompensas não apresentam características de mercado de capitais, portanto, não estão na esfera de competência da CVM, tampouco são abrangidas pela regulação.

6.2.1 Regras e requisitos para emissores e suas ofertas

A ICVM 588 representou o fim da exigência de que a empresa emissora esteja restrita à definição de microempresa ou de empresa de pequeno porte da Lei Complementar nº 123/2006, concedendo acesso ao *crowdfunding* de investimento para empresas constituídas sob qualquer forma societária, desde que sua receita bruta anual esteja abaixo de R$ 10.000.000

(dez milhões de reais), criando a denominação “sociedade empresária de pequeno porte” (SEPP). Esta regra constitui um avanço, dado que a forma societária de companhia limitada não é considerada a mais adequada para receber um grande número de sócios. Adicionalmente, a SEPP deve ser constituída no Brasil e não pode estar registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.

O enquadramento da receita bruta deve ser feito com base no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, em declaração de ajuste anual do imposto de renda, incluindo os rendimentos tributáveis, isentos e não tributáveis, tributáveis exclusivamente na fonte ou sujeitos à tributação definitiva (LAMCA, 2019, p.44). Caso a empresa não tenha operado doze meses no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, o limite considerado passa a ser proporcional ao número de meses em que ela exerceu as suas atividades, desconsideradas as frações de meses. Quando a empresa for controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, o limite da receita aplica-se ao conjunto sob controle comum[35] (CVM, 2019, p.16-17).

No que tange ao limite de captação anual, houve aumento de R$ 2.400.000 (dois milhões e quatrocentos mil reais) para R$ 5.000.000 (cinco milhões de reais), sendo que, no caso de múltiplas ofertas, deverá ser respeitado um intervalo de 120 dias entre uma e outra. O prazo de realização da oferta não pode ser superior a 180 dias.

A dispensa automática de registro do emissor e da oferta, usufruída anteriormente com base nas Instruções CVM 400/03 e 480/09, foi mantida na nova norma. A plataforma deverá fornecer um conjunto de informações padronizadas aos potenciais investidores, denominadas “informações essenciais sobre a oferta pública”. Definidas no Anexo 8 da ICVM 588, abrangem: (i) informações jurídicas e financeiras da SEPP; (ii) plano de negócios da SEPP; (iii) características do valor mobiliário ofertado; (iv) informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver; (v) comunicação sobre informações contínuas que serão prestadas após a oferta (cabe à SEPP emissora definir quais serão os indicadores e tipos de informações); (vi) alertas sobre riscos; (vii) conflitos de interesse relacionados à atuação da plataforma como intermediária; (viii) remuneração da plataforma, e; (ix) tributação aplicável. Também é obrigatório que conste o seguinte aviso-padrão ao investidor:

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

[35] Grupo econômico.

> A CVM não analisa previamente as ofertas.
>
> As ofertas realizadas não implicam por parte da CVM a garantia da veracidade das informações prestadas, de adequação à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade da sociedade empresária de pequeno porte.
>
> Antes de aceitar uma oferta leia com atenção as informações essenciais da oferta, em especial a seção de alertas sobre riscos. (Instrução CVM 588/17, art.26)

Preocupada em garantir que os recursos captados pela SEPP emissora sejam destinados ao desenvolvimento de suas atividades, a CVM vedou seu uso para (i) operações de reestruturação societária, a exemplo de fusão e incorporação; (ii) aquisição de valores mobiliários de emissão de outras sociedades; e (iii) concessão de crédito a outras sociedades (LAMCA, 2019, p.41).

Quando o valor alvo não for atingido durante o período da oferta, a ICVM 588 prevê a captação parcial, desde que seja igual ou superior a 2/3 (dois terços) do valor alvo máximo definido para a oferta. Caso este valor mínimo não seja arrecadado, a oferta não será efetivada e os investidores terão os recursos devolvidos no prazo de cinco dias úteis após o encerramento da oferta.

Diferentemente das regras para as ofertas públicas tradicionais do mercado de capitais, que precisam ter o material publicitário previamente aprovado pela CVM para divulgação, no *crowdfunding* de investimento, a SEPP e o investidor líder (se houver), estão autorizados a divulgar a oferta sem depender de análise prévia da autarquia. De acordo com a nova norma, é permitida a divulgação da oferta de *crowdfunding* de investimento em ambiente alheio ao da plataforma, sem que haja submissão de tais informações à CVM, desde que respeitadas as exigências da regulamentação. Nesse sentido, é permitida a divulgação em redes sociais e no *site* da SEPP, desde que se limite a informar sobre a existência da oferta e direcione o potencial investidor para a página da oferta na plataforma, sem veiculação de nenhum material publicitário (LAMCA, 2019, p.45).

Por fim, as plataformas deverão disponibilizar em seus *sites*, informações básicas sobre as ofertas encerradas, nos padrões do Anexo 5-IV da ICVM 588, e deverão fornecer à CVM relatório anual contendo detalhamento das ofertas que tenham ou não atingido o valor alvo mínimo de captação, de acordo com o Anexo 27-II da mesma norma.

6.2.2 Regras para investidores

A ICVM 588 estabeleceu um limite de investimento de R$ 10.000 por ano-calendário, por investidor, considerando o conjunto das ofertas e as aplicações realizadas em todas as plataformas.

Exceções a esse limite foram concedidas a: (i) investidores qualificados[36]; (ii) investidores-anjo que atuem como líderes de sindicatos na oferta, e; (iii) pessoas que tenham comprovadamente renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento superior a R$ 100 mil, sendo que nestes casos, o investimento por ano-calendário fica limitado a até 10% do maior destes dois valores.

Os investidores têm garantido o direito a um período de desistência de, no mínimo, 7 (sete) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo esta desistência isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período.

6.2.3 Regras para investidor líder e sindicato de investimento participativo

O investidor líder é um participante opcional, previsto na ICVM 588 com o objetivo de reduzir a assimetria de informações entre a SEPP emissora e os investidores menos experientes, auxiliando-os a avaliar adequadamente o negócio e seus riscos. Sua função consiste, basicamente, em apresentar a uma tese de investimento pessoal, expondo justificativas para a escolha do empreendimento, de forma a auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão de investimento (CVM, 2019, p.17; LAMCA, 2019, p.56).

Os principais requisitos para que um investidor possa atuar como líder no *crowdfunding* de investimento são: (i) não detenção, anteriormente à oferta, de participação superior a 20% do capital social da SEPP emissora; (ii) investir com recursos próprios no mínimo 5% do valor alvo mínimo de captação da oferta, nos mesmos termos dos demais apoiadores do SIP, se houver; e (iii) não ter sofrido nenhum tipo de punição em âmbito judicial ou administrativo em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil ou outras entidades reguladoras, conforme descrito na regulamentação; (iv) divulgar sua experiência prévia na liderança de rodadas de investimento ou com a realização de investimentos pessoais em sociedades empresárias de pequeno porte, incluindo o percentual de sua participação e os resultados auferidos (CVM, 2019, p.18; LAMCA, 2019, p.56).

Além de selecionar oportunidades de investimento, o investidor líder pode atuar junto à SEPP, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento para contribuir ao

[36] Que se enquadrem na categoria descrita na Instrução CVM 539 art. 9-B.

sucesso do negócio, e como interlocutor entre a SEPP e o sindicato de investimento participativo (CVM, 2019, p.18).

O sindicato de investimento participativo, por sua vez, é o grupo formado por investidores que apoiam um investidor líder e se reúnem para investir com ele. O sindicato poderá ou não se utilizar de um veículo de investimento[37]. Cada veículo de investimento somente poderá investir em uma única oferta e, se, em algum momento, optar pela conversão ou a alienação do investimento realizado, deve garantir aos investidores apoiadores, individualmente, o direito de escolher receber os valores mobiliários ou os recursos recebidos pelo veículo, exceto, evidentemente, pela parcela correspondente à taxa de desempenho devida ao investidor líder[38] e à plataforma, se houver (CVM, 2019, p.19-20).

6.2.4 Registro e obrigações das plataformas

Na ICVM 588, as plataformas eletrônicas de *crowdfunding* de investimento passaram a ser formalmente denominadas como plataformas eletrônicas de investimento participativo.

As plataformas, que são pessoas jurídicas constituídas no Brasil, "representam o elo entre os investidores e as sociedades empresárias de pequeno porte, e para isso atuam exclusivamente por meio de página na internet, programa, aplicativo ou meio eletrônico que fornece um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores" (CVM, 2019, p.20).

Além de viabilizar as ofertas, servindo de ponte entre investidores e empreendedores, as plataformas também desempenham função de guardiãs do mercado[39], para assegurar que a regulamentação seja seguida adequadamente por todos os participantes, e função educativa, fornecendo material didático para orientar os interessados sobre as características, o funcionamento e os riscos dessa modalidade de investimento (CVM, 2019, p.20-21).

Para obter o registro e autorização de funcionamento, os principais requisitos a serem atendidos pelas plataformas de *crowdfunding* de investimento são: (i) comprovar idoneidade de seus administradores; (ii) dispor de recursos humanos e tecnológicos adequados à prestação do

---

[37] Veículo de investimento é uma estrutura societária que exerce papel intermediário, na qual os investidores aportam seus recursos para que estes sejam investidos na SEPP como um investimento único. Porém, por uma questão de mitigação de riscos comumente relacionados às sociedades limitadas, o ordenamento jurídico brasileiro não é compatível com a admissão de vários investidores como sócios a um baixo custo, o que dificulta a utilização dos veículos em ofertas de *crowdfunding* investimento (CVM, 2019, p.19).

[38] A norma admite a possibilidade de remuneração do investidor líder, pelos investidores, por meio de taxa de desempenho calculada sobre o retorno dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores participantes do sindicato (ICVM 588/17, art.35).

[39] Do termo em inglês *gatekeepers*, comumente utilizado na literatura sobre regulação financeira.

serviço; (ii) dispor de capital social integralizado mínimo de R$ 100 mil reais e, (iii) elaborar um código de conduta para pautar a atuação dos sócios, administradores, empregados e prepostos (ICVM 588, arts.12-14).

Os deveres das plataformas são o cerne da ICVM 588 e é possível dividi-los em três categorias, quais sejam, (i) o dever de informar; (ii) o dever de agir com elevados padrões de diligência para assegurar que todas as etapas e procedimentos do *crowdfunding* de investimento estejam de acordo com a regulamentação, e; (iii) o dever de agir de maneira imparcial e transparente, tanto no tratamento dispensado aos emissores quanto na relação com os investidores (LAMCA, 2019, p.50-52). As principais obrigações decorrentes destes deveres foram elencadas abaixo, divididas em 5 (cinco) categorias:

a) Perante os investidores, as plataformas devem verificar os limites de investimento, assegurando que os mesmos não sejam excedidos, devendo solicitar e guardar a documentação comprobatória; obter a assinatura de termo de ciência de risco previamente à confirmação do investimento; assegurar que o investidor receba o valor mobiliário subscrito na oferta; manter registros da participação de cada investidor em cada oferta, incluindo a quantidade de valores mobiliários subscritos, valor e a data da confirmação do investimento e a data da transferência de recursos; guardar sigilo sobre as informações financeiras e operações realizadas pelos seus clientes, e; verificar as exigências relativas à qualificação do investidor líder do sindicato de investimento participativo, supervisionar a atuação dos investidores líderes no seu ambiente eletrônico e manter os controles adequados sobre tais atividades (ICVM 588, arts. 4 e 19);
b) Quanto às informações da oferta, as plataformas devem disponibilizar em seu *site* uma seção denominada “informações essenciais sobre a oferta pública”, escrita em linguagem clara, objetiva e adequada ao tipo de investidor a que a oferta se destina, seguindo o formato, a ordenação das seções e o conteúdo especificado no Anexo 8 da norma e também devem responder pela falta de diligência ou omissão, assegurando que as informações prestadas pelos emissores sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta (ICVM 588, arts. 8 e 19);
c) No tocante à conformidade dos valores mobiliários emitidos, as plataformas devem garantir que o valor mobiliário emitido pela sociedade esteja de acordo com o seu tipo societário e assegurar que os contratos de investimento garantam determinados direitos

aos investidores, especialmente em hipóteses de conversão de títulos ou de alienação do controle da sociedade (ICVM 588, art.19);

d) Para estabelecer uma comunicação eficiente, as plataformas devem manter serviço de atendimento ao investidor para esclarecimento de dúvidas e recebimento de reclamações e também de comunicações da CVM, e, adicionalmente, manter um fórum eletrônico de discussão para cada oferta, com acesso apenas para investidores participantes, para encaminhamento dúvidas, informações adicionais, opiniões a respeito da oferta ou da SEPP, e interação entre os investidores (ICVM 588, art.19);

e) Para conferir transparência ao mercado, as plataformas devem, até o mês de março de cada ano subsequente, submeter relatório à CVM, nos moldes do Anexo 27-II da norma, descrevendo todas as ofertas encerradas, discriminando-as em dois blocos: ofertas cujo valor alvo mínimo de captação fora atingido e ofertas cujo valor alvo mínimo de captação não fora atingido. Devem, ainda, informar acerca da existência ou não de investidor líder/sindicato e o perfil dos investidores participantes. Adicionalmente, devem manter em seus *sites* de internet uma tabela atualizada com informações sobre as ofertas concluídas, conforme modelo do Anexo 5-IV da norma (ICVM 588, arts. 19 e 27).

Como será abordado no capítulo 7, nem todas as regras e requisitos inseridos na norma eram previamente praticados pelas plataformas ou emissores, e sua implementação acarretou custos. No entanto, a regulação específica proporcionou maior segurança jurídica às atividades de *crowdfunding* de investimento, bem como um padrão harmônico em comparação às regras estabelecidas pela autarquia para o mercado de capitais.

6.3 Rumo ao aprimoramento regulatório

Em 26 de março de 2020, a CVM lançou o edital de audiência pública SDM 02/2020 (“minuta”), contendo propostas de alteração da ICVM 588 Na introdução do documento, a autarquia faz um breve balanço do comportamento deste mercado ao longo dos dois anos e meio que se passaram desde o lançamento do marco regulatório do *crowdfunding* de investimento no Brasil, apontando para o crescimento do montante captado, do número de plataformas e ressaltando que “a CVM possui um histórico muito baixo de reclamações de investidores em relação à atuação das plataformas e que tampouco foi observado, até o momento, a ocorrência de fraudes” (CVM, 2020, p.1-2).

Com o objetivo de permitir que um universo maior de empresas possa se utilizar deste instrumento de captação de recursos e de colaborar para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, as propostas contempladas na minuta referem-se a: (i) ampliação dos limites de valor máximo de captação, de receita bruta do emissor e de investimento individual anual; (ii) expansão das possibilidades de divulgação da oferta; (iii) exigência de escrituração dos valores mobiliários e inclusão de novos deveres no regime informacional dos emissores; (iv) flexibilização de regras e limites relacionados à dinâmica da condução das ofertas públicas; (v) permissão para que as plataformas atuem como facilitadoras de transações secundárias entre investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor; e (vi) inclusão de prazo máximo para apreciação, pela CVM, de pedido de registro de plataformas.

Para a CVM, "o aumento gradativo dos limites da modalidade, associado ao acompanhamento contínuo dos problemas e riscos agregados às ofertas públicas, é a forma mais apropriada para incentivar um desenvolvimento sustentável e contínuo do *crowdfunding*" (CVM, 2020, p.3). A Tabela 3 apresenta um resumo comparativo dos limites atuais e dos novos valores propostos na minuta.

Tabela 3. Limites da ICVM 588 x limites propostos na minuta

Item	Atual	Proposta
Valor máximo de captação anual	R$ 5.000.000	R$ 10.000.000
Receita bruta anual do emissor	R$ 10.000.000	R$ 30.000.000
Receita bruta anual do conglomerado	R$ 10.000.000	R$ 60.000.000
Investimento individual anual	R$ 10.000[40]	R$ 20.000[41]

Fonte: ICVM 588/17 e edital de audiência pública CVM/SDM 02/2020. Elaboração própria.

O atual valor de teto para as ofertas de *crowdfunding* de investimento está acima daqueles observados na maioria das ofertas realizadas neste mercado. No entanto, considerando-se o aumento proposto para a receita bruta anual das SEPP, um conjunto mais abrangente de empresas se tornarão elegíveis para a utilização do mecanismo e, tanto pela lógica como pelo relato dos intermediários (plataformas), empresas consideradas mais atrativas, e empreendimentos imobiliários de incorporadoras maiores, demandam ofertas maiores.

[40] Caso o investidor possua renda anual superior a R$ 100.000,00 (cem mil reais), a plataforma pode aceitar a elevação desse valor até o limite de 10% da renda.

[41] Sugere-se elevar para R$ 200.000,00 (duzentos mil reais) o valor a partir do qual o investidor possa ultrapassar o limite de R$ 20.000,00 (vinte mil reais).

As preocupações que motivaram regras restritivas de divulgação das ofertas na ICVM 588 estão relacionadas à dificuldade de supervisão de informações conflitantes sobre a SEPP que possam se encontrar em diferentes ambientes na internet. Entretanto, a minuta propõe que a oferta pública possa ser divulgada livremente e com a utilização de material publicitário, "como forma de permitir que as ofertas atinjam um contingente maior de investidores, facilitando que o novo valor alvo máximo das ofertas possa ser alcançado" (CVM, 2020, p.4). Ainda de acordo com a proposta, de forma a não permitir a existência de outro ambiente concorrente de informações sobre a oferta pública, a nova redação do artigo 11 da ICVM 588 definiria um conteúdo máximo de informações e a existência de direcionamento para a página da plataforma na internet onde se encontram as informações essenciais da oferta.

Para aperfeiçoar a proteção dos investidores, a minuta prevê três linhas de ação: (i) aumentar a segurança associada à titularidade do valor mobiliário ofertado por meio da exigência de escrituração; (ii) incrementar a estrutura das plataformas; e (iii) aprimorar o regime informacional dos valores mobiliários ofertados e dos riscos a ele associados.

A minuta propõe que os valores mobiliários emitidos em oferta de *crowdfunding* de investimento, a exemplo daqueles emitidos nas ofertas em bolsa de valores, estejam sujeitos à obrigatoriedade de escrituração, a ser contratada pelo emissor. A escrituração confere mais segurança ao investidor de que o valor mobiliário adquirido é de sua titularidade e que tal informação está corretamente refletida nos documentos do emissor, além de estar alinhada com o objetivo de permitir a intermediação de compra e venda secundária pela plataforma.

A fim de permitir que o serviço de escrituração, no caso das ofertas de *crowdfunding* de investimento, possa ser prestado não só por instituições financeiras, mas por outras pessoas jurídicas, visando a adoção de tecnologias inovadoras e custos mais baixos, a minuta também inclui a proposta de alteração da Instrução CVM 543/13[42].

Para incrementar a estrutura das plataformas, que são as guardiãs do cumprimento da regulamentação, são propostas duas iniciativas. A primeira consiste em aumentar o valor do capital social mínimo exigido no registro junto à CVM, passando de R$ 100.000,00 (cem mil reais) para R$ 200.000,00 (duzentos mil reais), o que, em tese, refletiria um investimento inicial mais robusto em estrutura tecnológica e recursos humanos. A outra seria exigir que as plataformas tenham um profissional voltado para a atividade de controles internos quando o

[42] A ICVM 543/13 dispõe sobre serviço de escrituração de valores mobiliários.

somatório das captações realizadas pela plataforma atingir R$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais) em um mesmo exercício social.

O aprimoramento do regime informacional é contemplado na minuta por meio de alterações no Anexo 8 que englobam: a obrigatoriedade de auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que tenham ultrapassado o valor de R$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) de receita bruta anual; a exigência de que a estrutura de capital após a conversão seja apresentada aos investidores no momento da oferta, considerando todos os valores mobiliários já emitidos pela sociedade, e; um conjunto de informações específico para valores mobiliários de dívida não conversíveis, buscando incorporar as principais informações que devem ser examinadas pelos investidores ao adquirir tais títulos.

Para conferir maior flexibilidade aos emissores e às plataformas, a CVM propõe alterações em regras e limites relacionados à dinâmica das ofertas públicas. Algumas dessas alterações seriam o fim da limitação do uso dos recursos captados para operações societárias, a possibilidade de lote adicional para atender demanda acima da prevista e a possibilidade de realização de ofertas secundárias[43] de até 20% do total da oferta. Adicionalmente, embora não tenha incluído uma sugestão de redação, a autarquia solicitou opiniões sobre a possibilidade de que os valores captados transitarem por meio das contas das plataformas, caso estas atuem como instituições de pagamento, conforme regulamentação do Banco Central.

Um outro ponto notável da minuta é o primeiro passo da CVM em direção à criação de um mercado secundário, no ambiente das plataformas, para os valores mobiliários emitidos em ofertas de *crowdfunding* de investimento. A intermediação de negociação secundária é, atualmente, vedada às plataformas pela ICVM 588. A proposta de mudança consiste em permitir que a plataforma atue como uma facilitadora, intermediando transações entre os investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas de um mesmo emissor, em seu ambiente. Para tanto, as plataformas terão de assegurar que os valores mobiliários sejam escriturados, que os vendedores tenham a titularidade dos valores mobiliários a serem negociados, que os compradores adquiriram apenas valores mobiliários de um mesmo emissor que já possuam, e, que a entrega do valor mobiliário só ocorra mediante o pagamento. Apesar de seu caráter conservador e escopo limitado, a proposta visa conferir algum grau de liquidez aos investidores, mitigando ao máximo as assimetrias de informação entre compradores e vendedores, que possam decorrer do fato de as SEPP não seguirem um regime informacional

[43] Ofertas secundárias consistem na venda de um lote de ações pertencentes aos sócios via oferta pública.

de modelo padronizado, não se submetem a auditoria independente, entre outras exigências aplicáveis a companhias abertas negociadas no mercado de bolsa (e que garantem a equidade informacional aos investidores).

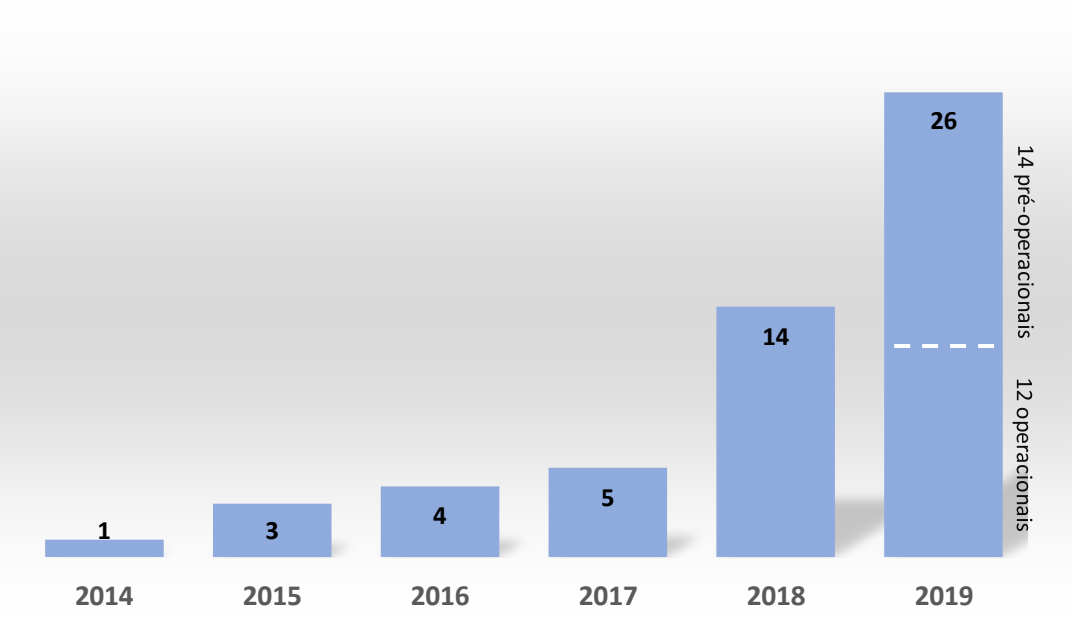
No que tange ao rito de autorização das plataformas, a CVM inseriu na minuta a previsão de aprovação tácita por decurso de prazo (quando há ausência de manifestação conclusiva por parte do órgão regulador), em atenção ao disposto no Decreto nº 10.178, de 18 de dezembro de 2019, estabelecendo o prazo de 90 dias para a análise do pedido de registro.

6.4 A evolução do mercado brasileiro em números

A primeira oferta de *crowdfunding* de investimento ocorreu em 2014, tendo a própria plataforma como emissora. Desde então, os dados apontam para um crescimento expressivo do número de plataformas, da quantidade de ofertas e do valor médio das mesmas.

A ICVM 588 concedeu prazo de até 120 dias de sua edição para o registro das plataformas já em atividade na ocasião. A identificação do número de plataformas em atividade nos anos 2014 a 2017 foi realizada pela própria CVM (gráfico 3) e confirmada pelo levantamento do histórico de ofertas divulgados nos *sites* das plataformas. Tal levantamento também permitiu identificar a quantidade de plataformas registradas em situação pré-operacional, ou seja, que ainda não concluíram a primeira oferta (uma relação detalhada pode ser consultada no Anexo 1).

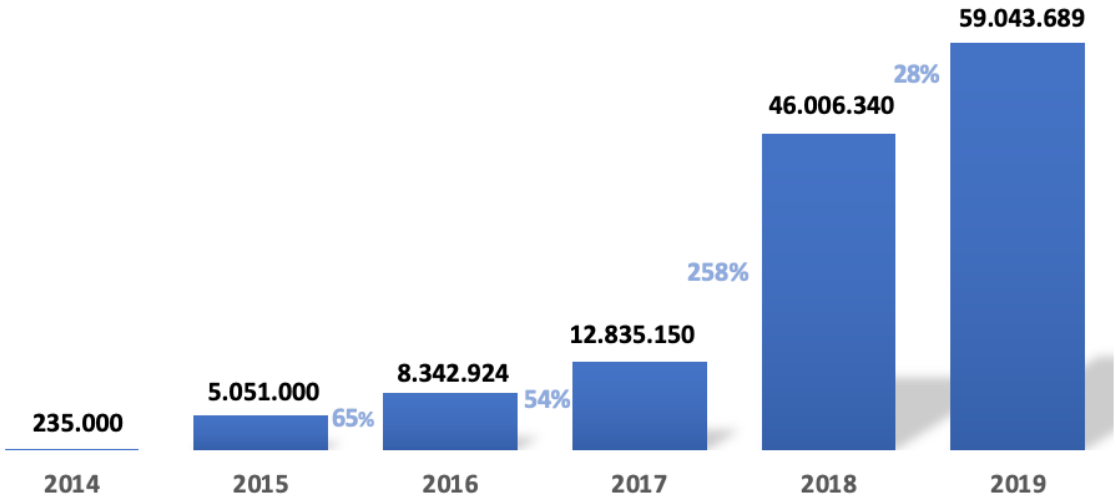
Gráfico 3. Quantidade de Plataformas de *Crowdfunding* de Investimento



Fonte: CVM e sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

Embora a CVM disponibilize dados somente a partir de 2016, o levantamento efetuado nos *sites* de cada uma das plataformas para consultar as informações de divulgação obrigatória (Anexo 5-IV da ICVM 588) permitiu a compilação dos dados referentes aos anos de 2014 e 2015 e, portanto, a elaboração de estatísticas que possibilitam observar o avanço do mercado de *crowdfunding* de investimento desde seu início (gráfico 4).

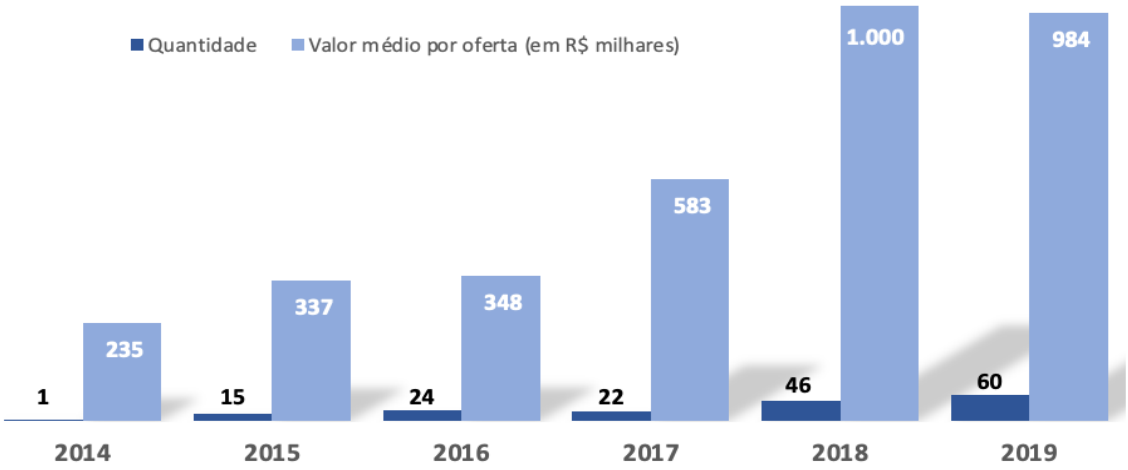
Gráfico 4. Valor total (R$) e crescimento % das ofertas *crowdfunding* de investimento



Fonte: Dados obtidos nos sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

De 2015 para 2016, o volume financeiro e a quantidade de captações tenham registrado crescimento significativo, mas o valor médio das captações se manteve estável, e só viria a registrar saltos a partir de 2017 (gráfico 5).

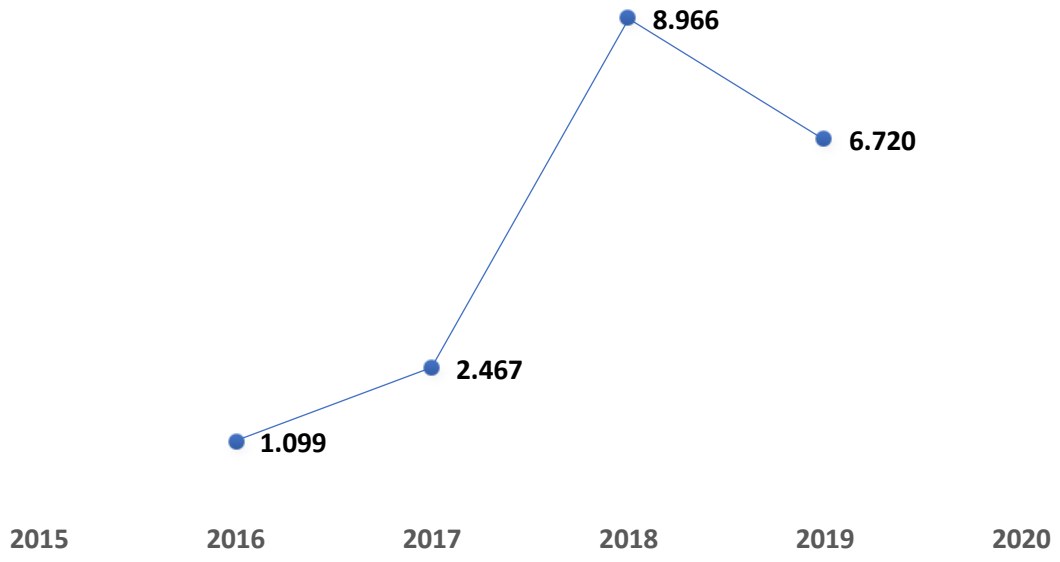
Gráfico 5. Quantidade e valor médio das ofertas de *crowdfunding* de investimento



Fonte: Dados obtidos nos sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

No tocante ao comportamento dos investidores, não há dados disponíveis nas plataformas eletrônicas, mas apenas aqueles divulgados pela CVM para os anos de 2016 a 2019. A CVM, por sua vez, alerta que as plataformas não fornecem dados individualizados dos investidores que participam de cada oferta, apenas o número total de investidores por categoria, havendo, portanto, possibilidade de que um mesmo investidor tenha participado de mais de uma oferta (CVM, 2020, p.1).

Gráfico 6. Número de investidores no mercado de *crowdfunding* de investimento

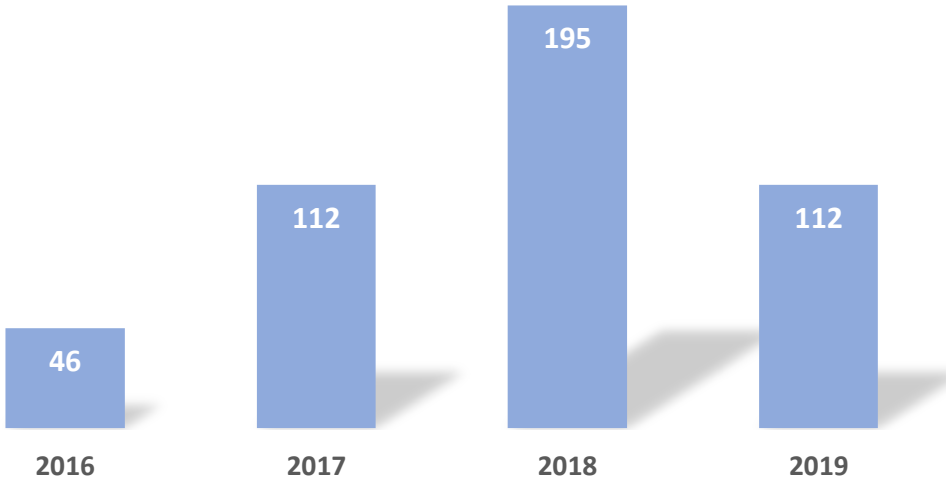


Fonte: CVM. Elaboração própria.

O número de investidores (gráfico 6) seguiu trajetória de crescimento acentuado por 3 anos consecutivos, atingindo um pico em 2018. Em 2019, apesar de ter sofrido uma queda de 25% com relação ao ano anterior, continuou mais de duas vezes superior ao que era em 2017. Já o número médio de investidores por oferta igualmente sofreu retração em 2019, este sim, retornando ao patamar de 2017 (gráfico 7).

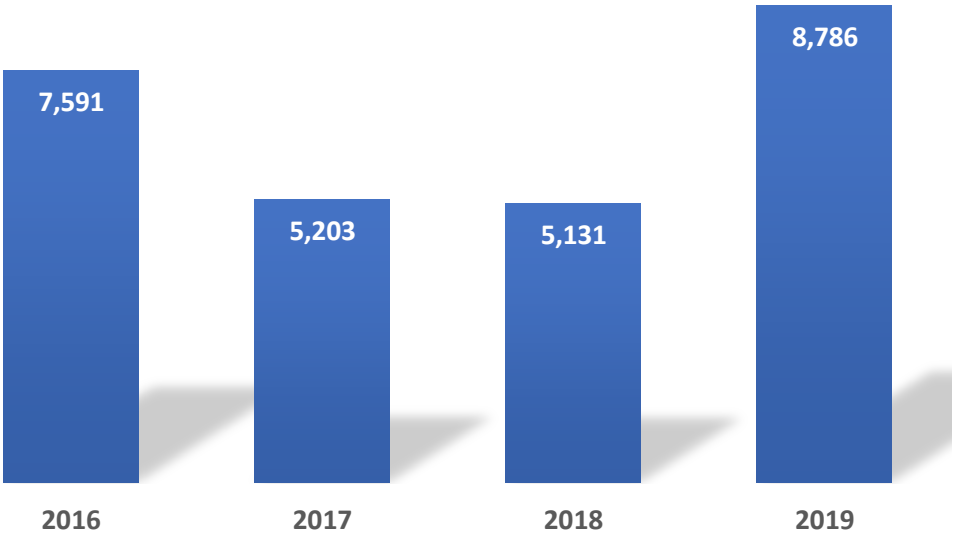
A queda do número médio de investidores por oferta, no entanto, não representou a queda do investimento médio por investidor (gráfico 8), que, em 2019, elevou-se 71% com relação a 2018, refletindo a elevação do volume financeiro captado.

Gráfico 7. Número médio de investidores por oferta



Fonte: CVM. Elaboração própria.

Gráfico 8. Investimento médio por investidor



Fonte: CVM. Elaboração própria.

A interpretação dos números leva à hipótese de que a regulação exerceu papel preponderante para o desenvolvimento deste mercado. Com o objetivo de testar a veracidade desta hipótese, serão desenvolvidas análises mais aprofundadas nos capítulos 7 e 8 desta tese.

6.5 *Crowdfunding* imobiliário X *crowdfunding* de investimento em *startups*

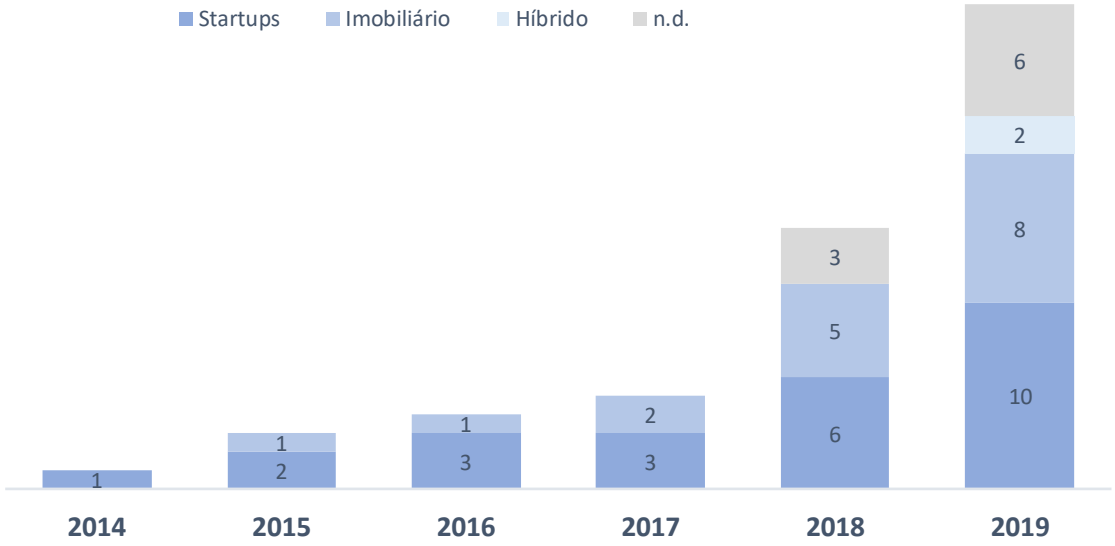
No Brasil, o *crowdfunding* de investimento regulado pela CVM engloba as modalidades *equity-crowdfunding*, *debt-crowdfunding* e *crowdfunding* imobiliário.

No *equity-crowdfunding*, o valor mobiliário emitido é um título conversível em ações e no *debt-crowdfunding* é um título de dívida, semelhante a uma debenture, com rendimento e data de vencimento estabelecidos em contrato. Os recursos destas ofertas são usados como capital de investimento por *startups* e empresas de menor porte com alto potencial de crescimento que vislumbram receber aporte de fundos venture capital ou ofertar ações em bolsa no longo prazo. Em outras palavras, são recursos de longo prazo para alavancar o crescimento destas empresas, que muitas vezes são travadas por dependerem exclusivamente de capital próprio.

O *crowdfunding* imobiliário, por sua vez, funciona como um investimento coletivo para financiar um empreendimento imobiliário específico, e não a incorporadora em si. Em troca, os investidores recebem um percentual do Valor Geral de Vendas (VGV) do empreendimento. Geralmente, é criada uma sociedade de propósito específico (SPE), que será a emissora. Os potenciais investidores são informados quanto à rentabilidade projetada e o contrato estabelece um rendimento mínimo. O dinheiro permanece investido durante o prazo estabelecido para cada empreendimento e, ao final do período, o investidor recebe o principal de volta, acrescido do rendimento. O *crowdfunding* imobiliário abriu espaço para aplicações de investidores individuais em grandes empreendimentos, como prédios, torres, condomínios e loteamentos.

A primeira plataforma dedicada ao setor surgiu em 2015 e teve a conclusão de suas primeiras ofertas em 2016. O crescimento do número de plataformas de crowdfunding imobiliário se daria somente a partir de 2018, seguindo a mesma tendência das plataformas voltadas para *crowdfunding* de investimento em startups. Até a data do levantamento efetuado, havia 8 plataformas dedicadas exclusivamente ao *crowdfunding* imobiliário e 2 plataformas atuando com modelos híbridos, além de 6 plataformas para as quais ainda não havia informações disponíveis que permitissem identificação (gráfico 9).

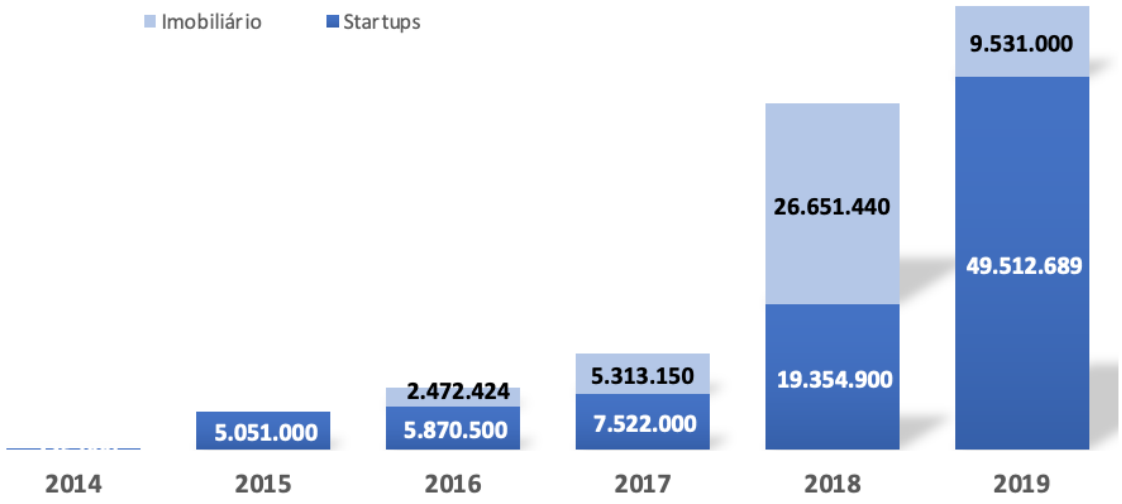
Gráfico 9. Plataformas eletrônicas de investimento participativo por área de atuação



Fonte: Dados obtidos na CVM e nos sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

O *crowdfunding* imobiliário guarda diferenças essenciais com relação ao *crowdfunding* voltado às captações para *startups*, pois os investidores investem num projeto com início, meio e fim, e cujo risco é mais previsível. Não se trata, portanto, de investimento em uma empresa que apresentará resultados de acordo com o todo de suas atividades.

Gráfico 10. Valor total (R$) captado *crowdfunding* de investimento: startups x imobiliário

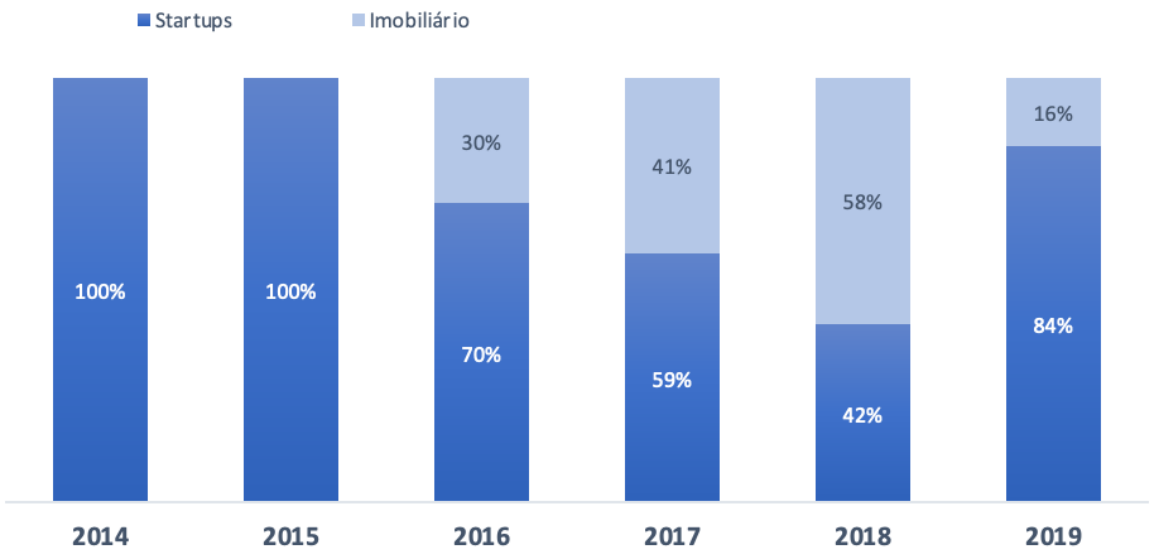


Fonte: Dados obtidos na CVM e nos sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

Nos anos de 2016 a 2018 volume financeiro captado pelo *crowdfunding* imobiliário impulsionou o crescimento do mercado de *crowdfunding* de investimento (gráfico 10), sendo

que, em 2018, o *crowdfunding* imobiliário chegou a representar 54% do valor financeiro total das ofertas concluídas (gráfico 11).

Gráfico 11. Distribuição percentual do valor total captado: Startups x Imobiliário

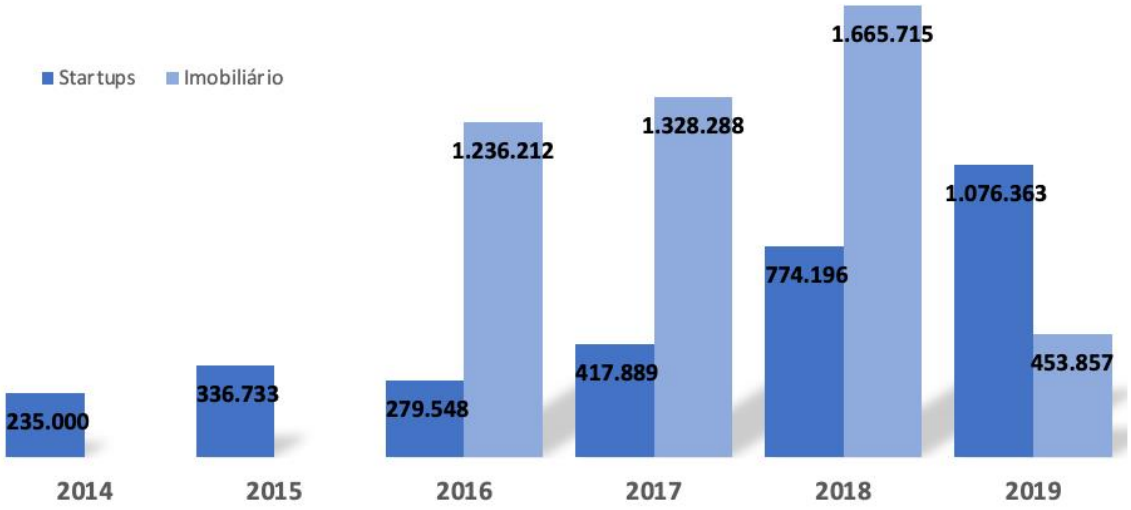


Fonte: Dados obtidos nos sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

Apesar da entrada de novas plataformas atuantes em *crowdfunding* imobiliário a partir de 2018, a queda da participação observada em 2019 se deu pela migração de uma plataforma já consolidada no setor para outro modelo de negócio, realizando captações via Certificados de Depósito Bancário Vinculado (CDBV), sob o ambiente regulatório do Banco Central. O CDBV é um título semelhante ao tradicional Certificado de Depósito Bancário (CDB), emitido por um banco para o investidor, mas, neste caso, tem seu pagamento vinculado a uma cédula de crédito bancário (CCB) emitida pela incorporadora que efetua o empréstimo junto ao mesmo banco. Portanto, o pagamento ao investidor está condicionado ao pagamento da CCB pela incorporadora. A vantagem desse modelo seria não estar sujeito aos limites da ICVM 588 para faturamento dos emissores e montante de investimento por ano-calendário.

De 2016 a 2018, o valor médio das captações de *crowdfunding* de investimento para empreendimentos imobiliários foi marcadamente superior ao das captações destinadas a startups em geral (gráfico 12). O ano de 2019 registrou uma reversão desta tendência, com a elevação de 39% no valor médio captado em ofertas de startups de diversos setores, ante a uma queda de 53% no valor médio captado por ofertas de *crowdfunding* imobiliário. Essa queda representa o impacto da migração de operações mencionada acima, visto que a plataforma em questão realizava ofertas de valores mais elevados do que as demais.

Gráfico 12 Valor médio de captação: imobiliário x startups (em R$)



Fonte: Dados obtidos nos sites das plataformas eletrônicas. Elaboração própria.

Devido às particularidades descritas, optou-se por não incluir o *crowdfunding* imobiliário na análise quantitativa que será desenvolvida no capítulo 8. No capítulo 7, que se segue a este, não foi necessário fazer essa exclusão para proceder a análise qualitativa do caso brasileiro.

7. O PROCESSO REGULATÓRIO DO *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL – UMA ANÁLISE QUALITATIVA

Este capítulo tem o objetivo de analisar o processo regulatório do *crowdfunding* de investimento no Brasil e os efeitos percebidos no desenvolvimento desde mercado comparativamente ao período anterior à regulação específica. Ele endereça dois dos três itens nos quais divide-se o quarto e último objetivo específico desta pesquisa, que tem foco no caso brasileiro: a discussão das características do processo regulatório e da norma dele derivada, e a apuração das percepções e efeitos acerca da nova regulação.

Para tanto, o primeiro item utiliza o referencial teórico de que trata o capítulo 4 para analisar criticamente o processo regulatório e a norma, partindo de dados e informações levantadas essencialmente nas pesquisas documental e bibliográfica que embasaram os capítulos anteriores (principalmente o capítulo 3, que trouxe o debate sobre riscos e regulação do *crowdfunding* de investimento em âmbito internacional, e o capítulo 6, que traça o perfil do setor no Brasil e as principais características do arcabouço regulatório). No segundo item, será apresentada a codificação e análise do material originado na pesquisa de campo, realizada com representantes de uma amostra de plataformas eletrônicas brasileiras, de forma a apurar os efeitos da regulação percebidos por estes atores, que são responsáveis por unir todas as pontas do mercado de *crowdfunding* de investimento.

7.1 A regulação do *crowdfunding* investimento no Brasil à luz do quadro teórico proposto

Nesta seção, a análise foi conduzida com base no quadro teórico construído no capítulo 4 (quadro 3). Busca-se estabelecer uma conexão entre conceitos e realidades, para uma compreensão ampla do processo regulatório que culminou com a edição da ICVM 588. Foram utilizados, principalmente, dados e informações obtidas no *website* da CVM, com especial destaque para o edital de audiência pública SDM 06/2016 e seu posterior relatório de análise, a norma ICVM 588 em sua íntegra, bem como conteúdos já sistematizados no capítulo 6.

A regulação do *crowdfunding* de investimento pode ser enquadrada nos propósitos que norteiam a teoria do interesse público, segundo a qual, conforme abordado no capítulo 4, o principal objetivo é garantir a eficiência do mercado por meio da solução de suas falhas via regulação. As falhas, neste caso, são a incerteza e a assimetria de informação presentes nos mercados de crédito e de capitais, abordadas no capítulo 1. Tais falhas fazem com que o sistema

de preços não seja suficiente para garantir o equilíbrio na oferta e demanda por recursos, com a escassez atingindo em especial as empresas de menor porte ou iniciantes, que ainda não contam com garantias e transparência suficientes aos olhos dos credores e investidores.

Entretanto, de acordo com as bases que alicerçam a teoria da regulação econômica, também discutida no capítulo 4, o governo falha ao tentar regular o mercado, seja por motivos como incompetência e ingerência política, ou pela ação motivada por interesses individuais dos burocratas, por pressões dos regulados ou de outros grupos de interesses. Para uma análise da regulação do *crowdfunding* de investimento no Brasil sob esta ótica, adotou-se como premissa o grau de autonomia da CVM como órgão regulador e a participação de regulados e grupos de interesses diversos, em alguns casos antagônicos, no processo de formulação da norma, tais como investidores, representantes das plataformas de *crowdfunding* de investimento e entidades ligadas aos mercados financeiro e de capitais.

A CVM é uma autarquia sob regime especial, com status semelhante ao de agência reguladora, que goza de autonomia financeira, funcional e gerencial, sem subordinação hierárquica formal ao ministério correspondente e com poder para emitir normas, instruir e julgar processos, sendo a última instância de recurso no âmbito administrativo. Dotada de patrimônio e fonte orçamentária próprios, seus dirigentes possuem mandatos fixos e não-coincidentes, aprovados pelo Senado Federal (PÓ, 2009; ROSA, 2012). Sua estrutura sinaliza, portanto, uma blindagem quanto a influências de cunho político sobre as decisões técnicas.

Com relação aos grupos que poderiam exercer pressão sobre os reguladores, é possível dividi-los em dois, os regulados – investidores, emissores (empresas) e plataformas, e os "antagônicos" – entidades ligadas aos mercados financeiro e de capitais tradicionais que poderiam ter interesse em advogar contra uma regulação que visa estabelecer novos entrantes. O termo antagônico foi escolhido porque estas entidades não participam e não representam participantes do mercado de *crowdfunding* de investimento, mas sim dos mercados já estabelecidos no mesmo ramo de atividade, ou seja, de intermediação de recursos via ofertas públicas ou empréstimos.

No que tange aos investidores, o público-alvo deste tipo de instrumento divide-se em duas categorias: o varejo e os investidores-anjo. Dado seu caráter disperso e heterogêneo, é improvável o varejo tenha exercido qualquer tipo de pressão organizada sobre o regulador. Pelo contrário, a CVM preocupou-se em captar impressões, demandas e pontos sensíveis deste grupo por meio de pesquisas aplicadas em 2015 e 2017, conforme visto no capítulo 6. Tais pesquisas

identificaram, entre outras coisas, o perfil de renda dos investidores potenciais, o valor que estariam dispostos a investir e o prazo que estariam dispostos a esperar para começar a ter retorno. Estes e outros achados se refletiram no desenho das regras para investidores da ICVM 588. Os investidores-anjo, por sua vez, organizados na associação Anjos do Brasil, se manifestaram na audiência pública da norma sobre os requisitos para investidor líder, sugerindo que o critério de experiência de investimento com recursos próprios fosse reduzido, de 7 (sete) investimentos em empreendedores de pequeno porte pelo período de 7 (sete) anos, para 3 (três) anos investindo em pelo menos 5 (cinco) investimentos, adicionando-se o requisito de que o líder tivesse ao menos 10 anos de experiência profissional. O Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) também questionou a exigência, sem, contudo, fazer uma contraproposta. Outros participantes, inclusive a própria associação das plataformas, manifestaram-se no mesmo sentido e a CVM acabou por redefinir a regra para termos ainda mais flexíveis do que aqueles propostos pela Anjos do Brasil.

As plataformas, responsáveis pela estruturação e intermediação das ofertas de *crowdfunding* de investimento, constituem a parte mais interessada no grupo dos "regulados", uma vez que poderiam ser prejudicadas ou beneficiadas em sua atividade, a depender das novas exigências. A CVM manteve conversações com representantes das plataformas em reuniões e eventos, necessárias até mesmo para compreender a dinâmica do setor. Nem todas as demandas destes atores foram atendidas, o que foi possível constatar ao comparar as manifestações enviadas na audiência pública e a versão final da norma, bem como oportunamente revelado por representantes das plataformas em entrevistas realizadas no âmbito da pesquisa de campo para esta tese e que serão abordadas mais adiante, no item 7.2.

Por fim, cabe incluir as empresas emissoras no grupo dos regulados. A inexistência de um mercado secundário ou de sua criação no horizonte próximo e a liberdade para criação de padrões próprios de divulgação de informações são os fatores mais prováveis para a opacidade da participação dos emissores no processo regulatório.

Do lado dos grupos de interesse "antagônicos", a lógica seria considerar que entidades ligadas ao mercado de capitais e aos bancos, como a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD), a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), ou até mesmo a bolsa de valores brasileira (B3), poderiam ser contrárias a qualquer ação regulatória que pudesse legitimar e estimular o crescimento de um novo mercado de ofertas públicas de empresas, por considerarem-no

concorrente. No entanto, é patente que até hoje o nicho de empresas que se utiliza do *crowdfunding* de investimento para captar recursos de longo prazo nunca despertou o interesse destes atores bem estabelecidos. Como visto no capítulo 6, estão autorizados a ofertar valores mobiliários via *crowdfunding* de investimento os emissores que tenham faturamento anual até R$ 10.000.000 (dez milhões de reais) e o valor anual máximo das ofertas está limitado a R$ 5.000.000 (cinco milhões de reais) por ano. Ademais, por sua pequena dimensão, o mercado de *crowdfunding* de investimento ainda pode ser observado por estas instituições sem ser considerado como ameaça, mas sim como um potencial negócio para o futuro.

Entrando na seara da economia institucional, a regulação do *crowdfuding* investimento passa a ser encarada como uma instituição, uma vez que a mesma define as "regras do jogo" (North, 1990) de um mercado nascente. Em primeiro lugar, tem-se que a base das operações de *crowdfunding de* investimento é o contrato firmado entre investidores e emissores (empresas), que garante direitos de propriedade sobre o negócio, retorno de empréstimos remunerados ou conversão em participação no longo prazo. O contrato e os direitos de propriedade foram teorizados por Coase (1937), na raiz da NEI. No *crowdfunding* de investimento, embora não haja uma padronização das características, os contratos são a base de formalização das transações entre emissores e investidores. A garantia dos direitos de propriedade é, portanto, essencial para conferir credibilidade a esse mercado e seus participantes enxergaram na regulação a segurança jurídica que faltava, conforme corroborado pela pesquisa de campo que será apresentada na próxima seção.

Representantes das plataformas que participaram da pesquisa de campo e que passaram pela transição da regulação, admitiram ter ocorrido um aumento de custos decorrente das adequações à nova norma. Os entrevistados também foram unânimes quanto a considerarem justo tal aumento de custos operacionais frente aos benefícios proporcionados pela regulação ao ambiente de negócios. Como será abordado na próxima seção, os intermediários enxergaram benefícios de segurança jurídica e credibilidade junto a investidores e emissores. Há, portanto, uma percepção muito forte de redução da incerteza nas ofertas de *crowdfunding* de investimento proporcionada pela regulação, o que, aplicando-se a lógica de North, se refletiria em redução nos custos de transação.

Considerados por Williamson como fatores determinantes dos custos de transação, os princípios da racionalidade limitada e do oportunismo foram parcialmente contemplados pela regulação do *crowdfunding* de investimento, tanto nas regras de transparência a serem adotadas pelos emissores na prestação de informações, quanto nos limites de participação dos

investidores de varejo nas ofertas. O caráter brando das exigências de transparência dos emissores e a responsabilização das plataformas pela veracidade das informações prestadas foram as saídas encontradas pela CVM para criar alguma barreira ao comportamento oportunista de utilização indevida dos recursos captados, sem, contudo, inviabilizar as operações, aumentando demasiadamente os custos de *compliance* das empresas. Do mesmo modo, a limitação do valor investido em *crowdfunding* de investimento em R$ 10.000 (dez mil reais) por ano para os investidores que não apresentarem comprovação de renda ou patrimônio superiores R$ 100.000 (cem mil reais) anuais, foi uma tentativa da norma de lidar com a racionalidade limitada de investidores menores e menos experientes.

A mudança institucional decorrente da ICVM 588 representa um avanço em relação à Instrução CVM 476, mas também uma *path dependence*, já que a evolução do marco regulatório neste caso não rompeu com a trajetória de emulação de modelos recomendados por organismos internacionais e adotados por mercados mais desenvolvidos, mas que não necessariamente guardam semelhança com o contexto nacional. É sabido que durante muitas décadas os altos juros pagos pelos títulos da dívida pública brasileira representaram um dos principais entraves a um desenvolvimento mais pujante do mercado de capitais do país, quando comparado a casos paradigmáticos como EUA e Reino Unido. Embora o cenário dos juros internos tenha tomado outro rumo na última década, a cultura de investimento ainda carece de tempo para se formar e, portanto, a despeito de um marco regulatório pertinente, não se pode esperar que o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil alcance o mesmo sucesso do que nos países mencionados, que foram, mais uma vez, pioneiros, conforme demonstrado no capítulo 3.

A ideologia, hábitos e modelos mentais predominantes também podem ser identificados no processo regulatório analisado. Conforme explicado por Cavalcante (2014), as instituições veblenianas seriam análogas a hábitos mentais, formas de ser e de fazer as coisas que se cristalizam em instituições, mantidas ou modificadas ao longo do tempo pela ação reprodutiva ou transformadora dos indivíduos. É nítido que a regulação do mercado de *crowdfunding* de investimento se pautou de maneira orgânica pelo ideário capitalista neoliberal de incentivo ao empreendedorismo, normalizado no Brasil principalmente a partir da década de 1990, com o Estado exercendo cada vez menor protagonismo e interferência nas decisões de investimento, e limitando sua atuação à criação de condições mais favoráveis ao investimento privado. North (1990), ao explicar os motivos para o *path dependence* observa que as percepções historicamente derivadas dos atores, influenciados por informação fragmentária e ideologias,

moldam as escolhas que fazem. O mercado de *crowdfunding* de investimento e sua regulação são, sob um espectro amplo, uma extensão de escolhas históricas feitas pelos atores. O mimetismo da lógica do mercado de capitais pelo mercado de *crowdfunding* de investimento é, por si só, a demonstração mais evidente de *path dependence* de um país cujo mercado de capitais acumula retornos crescentes, mas ainda não atingiu desenvolvimento consistente quando comparado a países desenvolvidos.

Na interpretação de Chang e Evans (2005), as instituições podem funcionar como poderoso instrumento de política pública de desenvolvimento econômico. A regulação, neste caso, foi enxergada como forma de viabilizar o financiamento ao investimento empreendedor, permitindo uma potencialização da economia e, ao mesmo tempo, prevenindo, ainda que minimamente, reações adversas como fraudes e irregularidades. Organismos internacionais (WORLD BANK, 2013; KIRBY & WORNER, 2014; EUROPEAN COMMISSION, 2015) foram unânimes no reconhecimento do potencial do *crowdfunding* de investimento como instrumento de financiamento do desenvolvimento, mas também foram uníssonos quanto à necessidade de que tal mercado deveria ser amparado por um arcabouço regulatório, em vista de seus riscos. No edital de audiência pública SDM 06/2016, a CVM relembrou sua missão de fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas a ele, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados, mas também apresenta como objetivos da minuta ora apresentada: (i) contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, que podem ser relevantes para a economia brasileira, e; (ii) ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial ou com dificuldades de acesso ao crédito em função de seu porte.

O quadro 4, a seguir, resume a discussão acima, ao se referenciar no quadro de lentes teóricas e conceitos (elaborado no capítulo 4), apontando os correspondentes achados de pesquisa.

Os caminhos percorridos no processo regulatório do *crowdfunding* de investimento demonstraram aderência significativa ao misto de teorias e conceitos aplicados para sua análise, permitindo a identificação de virtudes e falhas, e apontando para o papel crucial das plataformas em seu novo desafio como entes regulados.

Quadro 4. Resumo analítico: conceitos teóricos X regulação do *crowdfunding* investimento

Lente Teórica	**Conceitos**	**Achados de pesquisa**
Interesse público	Falhas de mercado	- Problema clássico de racionamento de crédito e custo das ofertas no mercado de capitais. Afeta especialmente empresas de menor porte e iniciantes
Regulação econômica	Falhas de governo	- Autonomia do órgão regulador: CVM tem status de agência reguladora e não sofre interferência política direta - Identificação de grupos de interesse e seu possível espaço de atuação: - Grupos a favor – empreendedores, investidores anjo e de varejo, plataformas (fracos e/ou dispersos) - Grupos possivelmente antagônicos – bancos e bolsa de valores (fortes e possivelmente preocupados com a regularização e empoderamento de um mercado concorrente)
Economia institucional	Contrato e direitos de propriedade	- Contrato entre investidores e emissores (empresas) é a base do *crowdfunding* de investimento. Garantia dos direitos de propriedade é essencial e reforçada pela segurança jurídica proporcionada pela regulação
	Incerteza e custos de transação	- Aumento de custos irrelevante para plataformas e emissores, face aos benefícios no ambiente de negócios. Redução dos custos de transação no sentido da segurança e transparência de regras para o investidor
	Racionalidade limitada e oportunismo	- Oportunismo apenas parcialmente evitado, tendo em vista que regras de *disclosure* dos emissores são frouxas - Racionalidade limitada prevista nas regras de limite de investimento como proteção ao tamanho e inexperiência dos investidores de varejo
	Ideologias, hábitos e modelos mentais	- Modelo neoliberal, predominante desde a década de 1990, incentiva investimento privado por meio de estrutura institucional
	Mudança institucional e *path dependence*	- Evolução do marco regulatório seguindo mercados desenvolvidos, a despeito de diferentes contextos – à semelhança do que ocorreu com mercado de capitais
	Objetivos de desenvolvimento econômico	- Regulação como forma de viabilizar o financiamento ao investimento empreendedor e, consequentemente, impulsionar a inovação e a atividade econômica - Potencial limitado de solução das falhas de funcionalidade do sistema financeiro

Fonte: Elaboração própria.

7.2 As plataformas como ponto focal dos efeitos da regulação – análise das entrevistas

Após examinar o processo regulatório em seu espectro constitutivo, esta segunda parte cumpre o terceiro e último item do quarto objetivo específico desta pesquisa: apurar as percepções e efeitos acerca da nova regulação. A análise envereda para a identificação propriamente dita dos efeitos da ICVM 588 sob a ótica de seus atores principais, junto aos quais realizou-se a pesquisa de campo. Como pode ser observado no capítulo 6, a norma confere papel central às plataformas no mercado de *crowdfunding* de investimento brasileiro. Além de estabelecer formalmente um novo ente intermediário, regulando a existência e escopo de atuação das plataformas, a norma reconhece suas funções estruturadoras e distribuidoras na oferta de valores mobiliários, e, adicionalmente, atribui às mesmas a responsabilidade de *gatekeepers*, ou seja, de guardiãs do mercado, que devem zelar para que investidores e emissores cumpram as regras estabelecidas pela mesma regulação.

Diante do protagonismo das plataformas, a pesquisa de campo buscou compreender o ponto de vista de seus gestores com relação à ICVM 588. Dado que estes atores possuem interface com emissores, investidores e regulador, servindo de elo entre todas essas pontas, assumiu-se que sua contribuição proveria um panorama abrangente dos efeitos da norma no desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil. Os entrevistados também foram indagados sobre os reflexos das mudanças regulatórias no comportamento de empresas e investidores.

O trabalho de campo consistiu na realização de entrevistas com gestores de todas as plataformas de *crowdfunding* de investimento registradas na CVM após um ano do lançamento do marco regulatório específico do setor. Naquele momento, eram 6 (seis) as plataformas registradas, sendo 2 (duas) ainda em fase pré-operacional e que, portanto, não passaram pela experiência dos processos de ofertas tal qual ocorriam no período anterior à ICVM 588. Como esta análise visa compreender o impacto das mudanças e os efeitos advindos da transição do arcabouço regulatório inespecífico para uma norma específica, optou-se por considerar apenas as entrevistas realizadas com representantes das 4 (quatro) plataformas que já eram operacionais antes da edição da ICVM 588, e que serão chamadas, doravante, de plataformas da amostra.

Foi entrevistado 1 (um) representante de cada plataforma da amostra. As entrevistas foram conduzidas com base em um roteiro semiestruturado (Anexo 2), autorizadas por termo de consentimento, gravadas e transcritas para evitar perda de conteúdo relevante à análise. A codificação do material foi inspirada em Miles, Huberman e Saldaña (2014), para quem os

Quadro 5. Codificação dos dados qualitativos obtidos nas entrevistas

Categorias	**Subtemas**	**Descobertas**
Modus operandi	Área de atuação	*Startups*
		Imobiliário
	Contrato	Notas conversíveis em participação
		Contrato de participação em investimento
		Contrato de investimento coletivo
		Dívida pura
		Ações
	Público-alvo	Varejo
		Varejo "sofisticado"
		Qualificado
Regulação	Impressão geral	Positiva
		Segurança jurídica
	Mudanças mais relevantes	Elegibilidade de S.A.s
		Elevação dos limites de captação e faturamento
		Registro das plataformas na CVM
		Modelo de recorrência
		Regra do grupo econômico
	Comportamento dos emissores	Retração
		Expansão
		Indiferente
	Comportamento dos investidores	Retração
		Expansão
	Vantagens para emissores	Não há obrigações pesadas ou custosas
		Redução da incerteza sobre realização da oferta
	Vantagens para investidores	Com mercado regulado, diversificação se tornou mais viável
		Acesso do varejo a mercado antes restrito a qualificados
		Algum grau de proteção ao investidor varejo
	Vantagens para plataformas	Credibilidade em mercado regulado é maior
		Previsibilidade das exigências do regulador
		Segurança jurídica
	Dificuldades financeiras para plataformas	Não há
		Investimento 100 mil é mínimo necessário
	Dificuldades operacionais para plataformas	Nenhuma
		Gravação de eventos
		Análise de perfil de investidor
	Dificuldades nas responsabilidades para plataformas	Garantir informações não passíveis de checagem sobre emissores e investidores
	Custos	Elevação compatível
		Difícil mensuração
Mercado secundário	Posicionamento	Favorável
		Contrário
	Amplitude	Restrito à plataforma
		Abrangente
	Operacional	Inovador
		Convencional

Fonte: Entrevistas realizadas entre maio de 2018 e agosto de 2019. Elaboração própria.

códigos são usados principalmente, mas não exclusivamente, para recuperar e categorizar blocos de dados semelhantes para que o pesquisador possa rapidamente encontrar, retirar e agrupar os segmentos relacionados a uma questão de pesquisa, hipótese, construção ou tema específico. O agrupamento e a exibição de fragmentos condensados definem o cenário para uma análise posterior e para embasar conclusões.

A codificação, apresentada no quadro 5, se deu em três níveis. Primeiramente foram atribuídas categorias para a composição de blocos de questões de acordo com o assunto abordado. O segundo nível consistiu no desdobramento de tais assuntos, já selecionando as questões para as quais se obteve respostas mais consistentes e relevantes. O terceiro e último nível de codificação traz as principais descobertas das entrevistas e serve de ponto de partida para um olhar mais aprofundado.

Das quatro plataformas da amostra, três atuam em ofertas para captação de recursos para *startups*, enquanto apenas uma especializou-se em ofertas de *crowdfunding* imobiliário. Esta distinção no foco de atuação ocasiona diferenças no *modus operandi* e na maneira como alguns itens da nova regulação impactaram nos negócios das plataformas.

Todas as plataformas da amostra já utilizavam, e continuaram utilizando, contratos como instrumento de formalização das transações entre emissores e investidores. Estes contratos expressam diferentes condições a cada oferta e representam ao menos quatro tipos de valores mobiliários, quais sejam, as notas conversíveis em participação, o contrato de participação em investimento, ações ou títulos de dívida.

Embora a bandeira do *crowdfunding* de investimento seja justamente a possibilidade de participação de investidores de varejo, o público apontado por duas das quatro plataformas da amostra como sendo o mais relevante para o desenvolvimento do mercado é o que um dos entrevistados chamou de varejo "sofisticado", que poderá investir montantes superiores a R$ 10.000 (dez mil reais), enquanto as outras duas apontaram para o investidor qualificado e o investidor institucional, como seus principais alvos.

Passando para o bloco de Regulação, que é o cerne da pesquisa, o primeiro ponto a ser destacado é que todos os entrevistados consideraram a ICVM 588 muito positiva para o avanço do mercado de *crowdfunding* de investimento no país. Termos como "segurança jurídica" e "credibilidade" foram usados por eles para ressaltar a importância da norma em conferir maior nível de confiabilidade a todos os atores do mercado: às plataformas, que ganharam o status de intermediários registrados na CVM; aos emissores, que antes estavam sujeitos a várias zonas

cinzentas até que a oferta fosse aprovada pela CVM; e aos investidores, que passaram a contar com padrões mínimos de proteção definidos pela norma.

Das mudanças trazidas pela ICVM 588, aquelas citadas pelos entrevistados como as mais importantes, em comparação ao modelo anterior baseado em norma inespecífica, foram: (i) a inclusão de S.A.s no rol de figuras jurídicas autorizadas a captar via *crowdfunding de* investimento, o que facilita o acréscimo do número de sócios e reduz o risco de responsabilização dos mesmos; (ii) a elevação dos limites de captação e faturamento, permitindo que empresas maiores utilizem esse instrumento, aumentando, portanto, o escopo de emissores em potencial; (iii) a obrigatoriedade de registro das plataformas na CVM, que atribuiu regras para entrada e atuação dos intermediários, reduzindo o espaço para "aventureiros"; (iv) regras claras para a execução das ofertas, o que foi definido por um dos entrevistados como "modelo de recorrência". Uma única mudança foi citada com conotação negativa por um dos entrevistados: a aplicação do conceito de grupo econômico na regra de limite de receita que define a elegibilidade do emissor, isto é, quando a empresa for controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, o limite da receita aplica-se ao conjunto sob controle comum do grupo econômico. Esta regra afetou particularmente as ofertas na modalidade *crowdfunding* imobiliário, dado que a maioria dos emissores são SPEs que têm incorporadoras como controladoras.

Ao serem indagados sobre sua percepção acerca da reação de potenciais emissores à norma, os gestores das quatro plataformas da amostra descartaram qualquer movimento de retração, sendo que três deles julgaram o impacto como positivo, enquanto um disse acreditar que para os emissores tenha sido indiferente, por não terem tanto conhecimento sobre a dinâmica de mercado. Todos afirmaram que a norma não implicou maior complexidade nas exigências aos emissores e, pelo contrário, trouxe conforto com relação a participarem de um mercado com regras claras. Fatores destacados pelos entrevistados como vantagens da norma para os emissores foram: (i) não imposição de obrigações pesadas ou custosas; (ii) agilidade no processo das ofertas; (iii) manutenção de controle do negócio pelos fundadores comparativamente maior do que quando ocorre venda para fundos; (iv) efeito de rede, com alcance maior da comunidade e diversificação dos perfis de investidores; e, (v) elevação do teto de captação. Por outro lado, a regra do limite de faturamento aplicável ao grupo econômico, mencionada anteriormente, foi apontada por um dos entrevistados como uma desvantagem para emissores, pois fez com que o *crowdfunding* imobiliário de tornasse mais restritivo, devido à maioria das SPEs serem controladas por incorporadoras.

Sobre modificações no comportamento dos investidores, três entrevistados reportaram aumento da demanda, enquanto um deles disse que nada mudou, por não haver entendimento do público com relação à importância da norma. Quanto a isso, outro entrevistado afirmou que o aumento na demanda por parte de investidores não se devia ao conhecimento dos mesmos sobre a norma, mas sim ao trabalho mais ativo de divulgação das ofertas pelos emissores e pelas plataformas, possibilitado pela maior clareza trazida pela ICVM 588 sobre os materiais e ações permitidos. Os representantes das plataformas elencaram como principais vantagens do marco regulatório para os investidores: (i) a segurança jurídica e credibilidade do mercado regulado e fiscalizado por uma instituição governamental que é responsável por regular o mercado de capitais; e, (ii) uma norma que busca resguardar investidores de varejo, tornando a diversificação mais viável aos investidores menores, mas de forma que não assumam riscos demasiados.

As principais vantagens da norma para as plataformas, do ponto de vista dos entrevistados, foram: (i) o reforço na credibilidade perante o investidor, que passa a investir em um mercado regulado, com plataforma registradas na CVM; (ii) poderem criar um negócio que antes corria maior risco de questionamentos, por não ter respaldo regulatório; (iii) segurança jurídica e modelo recorrente, que permite trilhar um caminho mais constante; (iv) liberdade para operar sem foco exclusivo em startups, pois com os novos limites de oferta e faturamento, conseguem alcançar empresas maiores e mais maduras.

Nos questionamentos sobre dificuldades trazidas pela ICVM 588, três aspectos foram abordados: dificuldades financeiras, operacionais e responsabilidades. No quesito financeiro, os entrevistados foram unânimes ao considerarem razoável a exigência de investimento mínimo de R$ 100.000 (cem mil reais) para abertura de uma plataforma, pois entendem ser um valor condizente com o mínimo necessário para estruturar o negócio. Dificuldades operacionais não foram identificadas por representantes de duas plataformas, enquanto outros dois relataram algum incômodo com a necessidade de gravar todos os eventos e *webinars* de divulgação das ofertas e com a nova obrigação de ter que realizar e se responsabilizar pela identificação do perfil do investidor. Este último aspecto se confunde com algo relatado por dois dos entrevistados no que se refere a dificuldades nas responsabilidades assumidas pelas plataformas. Segundo eles, as plataformas assumem um risco ao terem que garantir a veracidade de informações que não são passíveis de checagem sobre emissores e investidores. Um dos gestores interpreta haver uma inconsistência entre os artigos 10 e 19 da norma, sendo que o primeiro determina que os emissores são responsáveis pela veracidade, consistência, qualidade

e suficiência das informações fornecidas à plataforma para fins da realização de oferta pública, sem prejuízo do estabelecido no segundo, de acordo com o qual, as plataformas devem tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que 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.

No tocante a custos, os entrevistados consideraram difícil mensurar, pois a elevação não foi apenas decorrente de novas exigências da regulação, mas também pelo crescimento orgânico das plataformas. Um dos gestores reconheceu o aumento, mas disse considerar irrelevante para a operação, enquanto outro estimou algo em torno de 20%. Alguns dos itens mencionados pelos demais foram: (i) gastos maiores com *compliance*, devido a frequentes ofícios da CVM solicitando explicações e também pela previsão de auditoria presencial por analistas do órgão; (ii) contratação de meio de pagamento e processo para comprovação de autenticidade; e (iii), taxa trimestral de fiscalização cobrada pela CVM no valor de R$ 3.000 (três mil reais).

Conforme relatado no capítulo 6, a existência de um mercado secundário é uma possibilidade vetada pela ICVM 588. Ao mesmo tempo em que o mercado secundário seria importante para proporcionar algum grau de liquidez, fator reconhecidamente determinante na escolha de ativos pelos investidores, os sinais decorrentes operações com títulos emitidos por empresas ainda em fases insipientes poderá prejudicar a imagem das mesmas. Levando estes aspectos em consideração, buscou-se identificar o posicionamento dos gestores acerca deste tema. Houve unanimidade a respeito da relevância de se ter um mercado secundário e da disposição em investir recursos para desenvolvê-lo o mais brevemente possível, e também de que a abrangência inicial deveria ser restrita somente à permissão para negociação dos títulos emitidos dentro de cada plataforma. Os desafios operacionais de desenvolvimento de um mercado secundário mais amplo, que possibilite a negociação de todos os títulos por todas as plataformas é algo que pareceu ainda distante para os entrevistados, dado que envolveria o compartilhamento de registros e a decisão sobre a utilização de um modelo operacional convencional, de registro e liquidação, ou inovador, baseado em *blockchain*.

Por fim, os gargalos da norma e aperfeiçoamentos necessários apontados pelos gestores das plataformas da amostra foram convergentes com as opiniões demonstradas pelos mesmos ao longo das entrevistas: (i) a revisão de limites de oferta e faturamento do emissor; (ii) a dificuldade de verificação do montante investido pelo investidor em outras plataformas; (iii) a

dificuldade de verificação de veracidade das informações prestadas pelas empresas emissoras; e (iv) a ausência de mercado secundário.

A percepção predominante nos depoimentos dos gestores das plataformas pioneiras, que passaram pela transição do mercado de *crowdfunding* regulado por uma norma inespecífica, com diversas zonas cinzentas, para um mercado regulado por uma norma elaborada sob medida para a indústria, é de um elevado grau de satisfação com a maneira como o processo regulatório foi conduzido e com a norma dele resultante. Embora apontem fragilidades e arestas a serem aparadas, assumem com otimismo sua parcela de responsabilidade em "fazer o mercado dar certo" daqui pra frente.

8. FATORES QUE INFLUENCIARAM O CRESCIMENTO DAS CAPTAÇÕES DE *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO NO BRASIL – UMA ANÁLISE QUANTITATIVA

Este capítulo é dedicado ao desenvolvimento de um modelo econométrico como método para a análise de quais fatores possam ter exercido influência preponderante na tendência evolutiva apontada pelas estatísticas do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil, no período de 2015 a 2019. O objetivo específico a que se propõe este capítulo, à semelhança do segundo item do capítulo 7, é o de apurar efeitos da nova regulação, mas desta vez sob uma perspectiva quantitativa. A hipótese a ser testada é de que a implementação da ICVM 588 tenha sido o principal fator motivador para o crescimento significativo observado no volume de captações realizadas por esta indústria.

Em termos de organização, o capítulo se inicia com algumas considerações acerca de estudos que se utilizaram de métodos quantitativos em análises sobre o tema da regulação de *crowdfunding* de investimento (comumente referenciado como *equity-crowdfunding* na literatura internacional). Em seguida, aborda-se a literatura que influenciou a concepção do modelo aqui proposto. As descrições das variáveis, da metodologia de coleta e tratamento dos dados, bem como dos procedimentos analíticos adotados, consubstanciam e precedem a apresentação dos resultados. Por fim, são apontadas as contribuições e limitações do modelo.

8.1 Revisão de literatura

A literatura sobre as experiências de regulação do *equity crowdfunding* em diversos países apoia-se majoritariamente em métodos de pesquisa qualitativa e tem forte conotação descritiva, como é o caso da literatura que subsidiou o capítulo 3. Métodos quantitativos foram utilizados para identificar preferências regulatórias dos participantes num contexto pré-regulação do *crowdfunding* de investimento no Canadá (CUMMING & JOHAN, 2013) e na elaboração de um modelo teórico para demonstrar a importância do ajuste fino do nível de regulação de acordo com o perfil e as necessidades de cada país (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

Num contexto em que as autoridades canadenses estudavam o estabelecimento do marco regulatório do *crowdfunding* de investimento, Cumming & Johan (2013) se utilizaram de uma pesquisa de escopo nacional, realizada junto a potenciais investidores, intermediários,

empreendedores e outros participantes de mercado, para investigar as preferências regulatórias predominantes de maneira a identificar qual seria a tendência predominante entre três "hipóteses". Os dados da pesquisa, que forneceu insights sobre como os participantes alocariam esforços e capital no caso de diferenças regionais (dentro do país) na regulação do setor, serviram de base para a aplicação de um modelo baseado em regressões multivariadas.

A primeira hipótese, batizada de "*race to the bottom*" consiste na visão de que os participantes preferem jurisdições que ofereçam regulação menos rigorosa, ou seja, empreendedores não querem limites para os montantes de captação, plataformas querem restrições mínimas nas verificações e *due diligence* que são obrigadas a realizar, e investidores querem liberdade para investir em mais projetos, sem estarem sujeitos a limites de investimento, pois entendem que poderão perder oportunidades lucrativas. A segunda hipótese postula a neutralidade ou uniformidade, no sentido de que há pouca ou nenhuma demanda por regulação e que os participantes têm poucas preferências, motivando uma prática de menor custo, que seria a replicação de regulamentos de outras jurisdições. A terceira e última hipótese, denominada "*race to the top*", defende que que o mercado decide por si mesmo qual é o melhor modelo para orientar suas atividades. Se a regulação de uma jurisdição for ineficiente (onerosa demais ou não onerosa), os participantes migrarão para uma jurisdição diferente que melhor atenda às suas necessidades. Portanto, nesta hipótese os participantes preferem uma regulação rígida, que mitigue o risco de forma da forma mais eficaz possível, mas que não inviabilize as captações.

O modelo consistiu na aplicação de um mesmo conjunto de variáveis independentes (tipo de participante, localidade e motivação preponderante para realização do investimento) para explicar seis variáveis dependentes diferentes, que consistem em medidas de redução de risco (educação, limites sobre captação, *disclosure* continuado, propaganda, *due diligence* realizada pelas plataformas e direitos de resgate). Na apresentação dos resultados, Cumming & Johan (2013) apontam a existência de algumas evidências consistentes com a visão "*race to the bottom*", na medida em que as *startups* querem menos limites para captação e os intermediários querem requisitos de divulgação de informações contínuas menos onerosos e ações livremente negociáveis sem *lock-up*. Em contrapartida, os investidores buscam mercados fortemente regulados para mitigar riscos, atitude compatível com a hipótese "*race to the top*". Por fim, os autores afirmam que, em média, os dados são consistentes com a visão de que o capital fluirá para mercados mais bem regulados, que protejam adequadamente os investidores e, ao mesmo tempo, proporcionem aos empreendedores um ambiente que facilite a captação.

A questão sobre o uso da regulação de valores mobiliários para promover o *crowdfunding* de investimento com o intuito de fortalecer fontes alternativas de financiamento para *startups* e PME, foi colocada por Hornuf & Schwienbacher (2017). Os autores se inspiraram num debate de acadêmicos e reguladores que demonstram preocupação de que os empreendedores possam tirar vantagem da multidão menos sofisticada, evitando estrategicamente levantar capital de investidores sofisticados (HAZEN, 2012; GRIFFIN, 2013, APUD. HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017).

Ao discutir o impacto da regulação, Hornuf & Schwienbacher (2017) propuseram um modelo teórico que representa o processo decisório de pequenas empresas entre captar recursos de investidores profissionais (por meio de fundos de *venture capital* ou anjos) ou da multidão, emitindo *equity-crowdfunding*. Baseados na teoria do desvio gerencial de recursos (SHLEIFER & WOLFENZON, 2002), de acordo com a qual os administradores desviam recursos quando não são devidamente monitorados, os autores alegam que, enquanto os investidores profissionais são considerados capazes de lidar com tal ineficiência gerencial, a multidão não é capaz de monitorar adequadamente a gestão. Adicionalmente, também argumentam que os dois tipos de investidores oferecem valor agregado, seja por meio da participação ativa de investidores profissionais na empresa (GOMPERS & LERNER, 2000) ou por "sabedoria da multidão", em que os diversos investidores oferecem suas ideias e *feedback* ao empreendedor (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2016).

A partir de um conjunto de equações que funcionam como proxy do comportamento dos empreendedores (uma medida para o potencial de haver ou não desvio de recursos a depender do tipo de captação realizada), do grau de desenvolvimento do *venture capital* e investimento anjo, dos custos de monitoramento e gestão nas empresas quando há atuação de investidores profissionais ou da comissão às plataformas quando há captação por *crowdfunding*, o modelo teórico desenvolvido por Hornuf e Schwienbacher (2017) resulta no valor mais adequado para o limite de captação com isenção de registro, que foi estabelecido como a proxy da regulação. Os autores não fazem a aplicação do modelo a um caso empírico, mas realizam uma análise exploratória do caso da Alemanha, em que se torna bastante clara a importância do correto balanceamento do limite de captação para não motivar o mercado a encontrar formas de superar a limitação utilizando instrumentos que garantam ainda menos proteção aos investidores.

Os autores concluem que os benefícios relacionados à proteção mais fraca dos investidores que promovem os mercados de *crowdfunding* de investimento, são maiores quando a disponibilidade de venture capital e investimento anjo é escassa. Argumentam que a regulação

que maximiza a proteção do investidor prejudica as empresas que dependem do *crowdfunding* para se financiar em estágio inicial, por serem muito pequenas para obter financiamento de investidores profissionais e na maioria das vezes não ter capital próprio suficiente ou acesso a outras fontes. A regulação ótima de valores mobiliários, portanto, deve compensar os custos de garantir proteção suficiente ao investidor com o benefício de um acesso mais fácil ao capital para as empresas iniciantes. Sob a ótica do direito financeiro, é contraintuitiva a noção de que uma forte proteção ao investidor pode ser prejudicial, mas, sob o ponto de vista econômico, uma regulação que considere essa visão poderá ser um importante impulsionador do crescimento.

Para efeito do estudo aqui apresentado, a limitação das estatísticas disponíveis acerca do *crowdfunding* de investimento no Brasil foi determinante para a escolha do volume financeiro das ofertas realizadas pelas empresas como variável ilustrativa do desenvolvimento deste mercado. Por se tratar de uma indústria ainda muito recente e com escassa produção de estudos quantitativos, optou-se por buscar subsídios na literatura sobre fatores determinantes das ofertas iniciais de ações no mercado de capitais, dada a semelhança em sua lógica de funcionamento.

A evolução da captação de recursos por ações e debêntures no Brasil, no período de 1994 a 2003, foi analisada por Matsuo & Eid (2004), que se utilizaram de um modelo de mínimos quadrados ordinários para pesquisar a influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias do mercado de capitais brasileiro. Os autores encontraram evidências de que: i) o volume de dívida pública/PIB e o ingresso de investimento estrangeiro direto apresentam correlação negativa com as emissões de ações e debêntures; ii) a taxa de juros real é positivamente correlacionada com emissões de ações e negativamente relacionada com as emissões de debêntures; e iii) a liquidez da bolsa possui maior significância estatística sobre as emissões de ações do que o retorno do Ibovespa. Estes resultados, segundo os autores, sugeririam que as decisões de captação de recursos pelas empresas sejam realmente influenciadas por fatores de conjuntura macroeconômica e que a escassez de recursos no mercado doméstico aliada ao ambiente de incertezas econômicas e políticas parecem ser motivadores de um comportamento oportunista do tipo *market timing*, quando as empresas aproveitam janelas de oportunidade para captar recursos, visando explorar flutuações temporárias no custo de fontes de financiamento.

Técnicas econométricas de séries temporais foram aplicadas por Tran e Jeon (2011) para examinar o poder explicativo e o impacto dinâmico das condições macroeconômicas no volume

Quadro 6. Resumo das variáveis utilizadas nos estudos quantitativos selecionados

Artigo	**Indústria analisada**	**Variável de interesse**	**Variáveis explicativas**
Cumming & Johan (2013)	*Equity Crowdfunding*	Medidas de redução de risco (educação, limites sobre captação, *disclosure* continuado, propaganda, *due diligence* realizada pelas plataformas e direitos de resgate)	- Tipo de participante - Localidade - Motivação preponderante para realização do investimento
Hornuf & Schwienbacher (2017)	*Equity Crowdfunding*	Proxy da regulação (valor mais adequado para o limite de captação com isenção de registro)	- Comportamento dos empreendedores - Grau de desenvolvimento do *venture capital* e investimento anjo - Custos de monitoramento e gestão nas empresas quando há atuação de investidores profissionais ou da comissão às plataformas quando há captação por *crowdfunding*
Tran & Jeon (2011)	Mercado de capitais	Volume de lançamento de ações nos EUA	- Producão industrial - Índice bursátil - Volatilidade de mercado - Inflação - Taxa de juros - Custo do financiamento de longo prazo
Matsuo & Eid (2004)	Mercado de capitais	Evolução da captação de recursos por ações e debêntures no Brasil	- Índice bursátil - Juros reais - Liquidez da bolsa - Investimento estrangeiro - Produto interno bruto - Prêmio de risco - Dívida pública total
Engelen et al. (2020)	Mercado de capitais	Acesso de empresas pequenas, de alta tecnologia e intensivas em conhecimento ao mercado de capitais em países europeus	- Aumento da regulação

Fonte: Artigos citados. Elaboração própria.

de lançamento de ações nos EUA, durante o período de 1970 a 2005. Os autores encontraram relações de equilíbrio de longo prazo entre as atividades de IPO e variáveis macroeconômicas selecionadas. Detectaram que o desempenho e a volatilidade do mercado de ações tiveram

influência na definição do momento dos IPOs, enquanto a *Fed fund* (taxa de juros dos EUA) e o rendimento dos títulos de 10 anos do Tesouro estadunidense influenciaram os montantes captados nos IPOs.

Mais recentemente, Engelen e outros (2020) estudaram o impacto do aumento da regulação de valores mobiliários no acesso de empresas pequenas, de alta tecnologia e intensivas em conhecimento ao mercado de capitais em países europeus. Partindo da população de empresas privadas europeias, de 1995 a 2012, descobriram que a probabilidade de abertura de capital diminuiu para esse nicho de empresas após a mudança regulatória que impôs padrões mais exigentes de governança corporativa, tendo o Q de Tobin ajustado apresentado redução de 6% e 8,5%.

Com base nesta revisão de literatura, nas variáveis adotadas pelos estudos (quadro 6) e nos dados levantados para o mercado brasileiro de *crowdfunding* de investimento, optou-se pela elaboração de um modelo de regressão linear múltipla, estimado por mínimos quadrados ordinários, para analisar a magnitude da influência de fatores macroeconômicos, de mercado e da regulação no desenvolvimento do setor.

8.2 Metodologia para a modelagem econométrica

A amostra analisada compreende 60 observações, extraídas de janeiro de 2015 a dezembro de 2019. O período selecionado abrange 30 meses antes e 30 meses após a introdução do arcabouço regulatório específico. Devido à escassez de dados disponíveis para o setor, principalmente referentes ao período que antecedeu o estabelecimento da regulação, o volume financeiro captado nas ofertas de *crowdfunding* de investimento é a única variável passível de ser utilizada como proxy para o desenvolvimento deste mercado. Levando em consideração as particularidades do *crowdfunding* imobiliário descritas no capítulo 6, optou-se por excluir da amostra os montantes captados para este fim no volume total de ofertas de *crowdfunding* de investimento para efeito deste estudo.

O modelo foi formulado para testar em que medida a elevação nos volumes captados via *crowdfunding* de investimento a partir de 2017 decorreu de influência positiva do estabelecimento da regulação, ou se teria tido influências significativas de outros elementos, tais como fatores macroeconômicos, do mercado de crédito ou do mercado de capitais que poderiam também afetar o comportamento de empreendedores e investidores.

8.2.1 As variáveis

A variável de interesse foi calculada pela divisão do volume financeiro captado mensalmente via *crowdfunding* de investimento pelo valor do PIB mensal correspondente. Porém, dado que os valores originais são muito baixos em relação às outras variáveis, dificultando a análise dos coeficientes, optou-se por multiplicar este resultado por 1.000. A variável *EquityCrowd.GDP* é expressa, portanto, em percentual vezes 1.000.

A variável explicativa que vai ao encontro da hipótese central desta tese refere-se à presença ou não do marco regulatório no mês da observação e é expressa no modelo com o nome *Regulation***.** Trata-se de uma *dummy*, que assume o valor 0 para os meses em que ainda não havia regulação específica ou 1 para as observações a partir de julho de 2017, quando o marco regulatório foi adotado.

Para conferir robustez ao modelo, foram selecionadas variáveis de controle que representam fatores macroeconômicos e de mercado que possam ter exercido influência no comportamento de investidores e empreendedores durante o mesmo período, tais como as variações do PIB, do dólar, da inflação, da taxa de juros básica, o saldo de crédito às pequenas e médias empresas e o volume de ofertas realizadas em bolsa. Após levantamento destes dados, aplicou-se o teste de raiz unitária *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) para verificar a estacionariedade das variáveis winsorizadas e não-winsorizadas. Constatou-se que a Selic e o saldo de crédito às pequenas e médias empresas eram não-estacionárias e, por esse motivo, efetuou-se o cálculo da primeira diferença para ambas, mantendo-se as demais séries em nível, conforme descrição abaixo:

a) *GDP.Change* – variação mensal do PIB calculada como retorno logarítmico;
b) *Dollar.Change* – variação mensal do dólar calculada como retorno logarítmico;
c) *Inflation* – variação mensal da inflação medida pelo IPCA;
d) *Diff.Selic* – taxa Selic mensal, em primeira diferença;
e) *Diff.SMECredit.GDP* – saldo de crédito às pequenas e médias empresas, como percentual do PIB mensal e em primeira diferença;
f) *OfferingsB3.GDP* – ofertas primárias de ações na B3, como percentual do PIB mensal.

8.2.2 O modelo

O modelo é estruturado conforme a equação (1) abaixo:

$$EquityCrowd.GDP_t = \alpha + \beta Regulation_t + \sum_{\gamma=1}^{k} \gamma\, Controles_{k,t} + \varepsilon_t \,, \qquad (1)$$

Em que:

$EquityCrowd.GDP$ é a variável resposta no período t; α é a constante;

β é o coeficiente de interesse, isto é, o coeficiente que multiplica a *dummy* da regulação representada pela variável $Regulation$ no período t; e

γ são os coeficientes das k variáveis de controle em cada período t.

Com exceção das variáveis EquityCrowd.GDP e OfferingsB3.GDP, que apresentaram baixa variação, e Regulation, que é dummy, todas as demais foram winsorizadas com corte de 5%. Utilizou-se o programa estatístico R como ferramenta de cálculo.

8.3 Resultados e análise

As estatísticas descritivas (Tabela 4) indicam que a captação média de *crowdfunding* de investimento como percentual do PIB no período em que o mercado já estava regulado foi superior à média geral apurada para o período completo da amostra. As ofertas primárias de ações em bolsa de valores apresentaram comportamento semelhante, embora tal desempenho não guarde qualquer relação com o marco regulatório em questão.

Por outro lado, a variação média negativa da taxa Selic não foi suficiente para reverter, ou pelo menos neutralizar, a variação média negativa do saldo de crédito a pequenas e médias empresas, demonstrando que a queda na taxa de juros não aqueceu as operações de empréstimos a este nicho, que continuaram em queda.

No que tange aos fatores macroeconômicos, o período pós-regulação contou com uma média positiva da variação do PIB mensal menor do que o período pré-regulação, indicando retração econômica de um período para outro.

Como pode ser observado na matriz de correlação (Tabela 5), de todas as variáveis selecionadas, apenas a regulação apresentou correlação positiva e significante a 1% com relação ao volume captado via *crowdfunding* de investimento.

A estimação dos modelos (Tabela 6) foi efetuada por blocos de variáveis. A primeira regressão (1) baseou-se nas variáveis relacionadas ao mercado de crédito, *Diff.Selic* e *Diff.SMECredit.GDP*. O resultado demonstra que o saldo de crédito para pequenas e médias empresas é significante ao nível de 10% e a relação positiva pode ser interpretada como um indicativo de que os mercados de *crowdfunding* de investimento e de crédito, pelo menos até o momento, não travam uma relação de competição ou substituição, mas, talvez, de aquecimento.

Estatisticamente, estas variáveis não demonstraram ter poder preditivo sobre o comportamento das ofertas de *crowdfunding* de investimento, pois, além do baixo coeficiente de determinação, a estatística F também não é significante. Quando aplicados os testes *Jarque-Bera* e *Durbin-Watson*, detectou-se a não normalidade na distribuição dos resíduos e a presença de correlação serial.

Tabela 4. Estatísticas Descritivas

Janeiro/2015 a Dezembro/2019					
	N	Mean	St. Dev.	Min	Max
EquityCrowd.GDP	59	0, 2151	0, 2392	0,0000	0, 8136
Regulation	59	0,4915	0,5042	0,0000	1,0000
OfferingsB3.GDP	59	0,2690	0,5206	0,0000	3,3101
GDP.Change	59	0,5241	3,3279	-5,0199	5,7583
Dollar.Change	59	0,7204	3,2642	-4,4769	6,8865
Inflation	59	0,4427	0,3474	-0,0450	1,2240
Diff.Selic	58	-0,0061	0,0876	-0,2600	0,2200
Diff.SMECredit.GDP	58	-1,1315	4,1602	-12,6973	6,7621
Jan/2015 a Jun/2017 (pré-regulação)					
	N	Mean	St. Dev.	Min	Max
EquityCrowd.GDP	30	0, 0915	0, 0828	0,0000	0, 2963
Regulation	30	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
OfferingsB3.GDP	30	0,2579	0,6315	0,0000	3,3101
GDPChange	30	0,5649	3,2840	-5,0199	5,7583
DollarChange	30	0,4351	3,6860	-4,4769	6,8865
Inflation	30	0,5511	0,3541	-0,0450	1,2240
Diff.Selic	29	-0,0007	0,1106	-0,2600	0,2200
Diff.SMECredit.GDP	29	-1,8496	5,1269	-12,6973	6,7621
Jul/2017 a Dez/2019 (pós-regulação)					
	N	Mean	St. Dev.	Min	Max
EquityCrowd.GDP	29	0, 3429	0, 2795	0,0000	0, 8136
Regulation	29	1,0000	0,0000	1,0000	1,0000
OfferingsB3.GDP	29	0,2805	0,3849	0,0000	1,2212
GDPChange	29	0,4818	3,4304	-5,0199	5,7583
DollarChange	29	1,0156	2,7967	-4,4769	6,4938
Inflation	29	0,3305	0,3074	-0,0450	1,2240
Diff.Selic	29	-0,0114	0,0576	-0,1600	0,1000
Diff.SMECredit.GDP	29	-0,4134	2,8068	-5,9871	4,3428

Fonte: Elaboração própria

A segunda estimação (2) repetiu o mesmo bloco de variáveis da primeira, acrescida do volume de ofertas em bolsa, *OfferingsB3.GDP*. Apesar de o mercado de *crowdfunding* de investimento seguir a mesma lógica do mercado de ações, no período analisado a variável não

Tabela 5. Matriz de Correlação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) EquityCrowd.GDP	1							
(2) Regulation	0,530***	1						
(3) OfferingsB3.GDP	0,080	0,022	1					
(4) GDP.Change	-0,129	-0,013	-0,077	1				
(5) Dollar.Change	0,045	0,090	-0,290**	0,016	1			
(6) Inflation	-0,213	-0,320**	0,005	0,081	0,124	1		
(7) Diff.Selic	-0,132	-0,062	-0,196	0,628***	0,069	0,195	1	
(8) Diff.SMECredit.GDP	0,209	0,174	-0,057	-0,743***	0,125	0,063	-0,455***	1

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01
Nota: Dados winsorizados. Fonte: Elaboração própria.

Tabela 6. Resultados da estimação dos modelos

EquityCrowd.GDP	**(1)**	**(2)**	**(3)**	**(4)**
Diff.SMECredit.GDP	0,011*	0,012*	0,018**	0,005
	(0,006)	(0,006)	(0,009)	(0,007)
Diff.Selic	-0,125	-0,064	-0,004	-0,023
	(0,291)	(0,315)	(0,351)	(0,294)
OfferingsB3.GDP		0,036	0,059	0,034
		(0,086)	(0,082)	(0,065)
GDP.Change			0,009	-0,004
			(0,016)	(0,014)
Dollar.Change			0,006	0,002
			(0,010)	(0,008)
Inflation			-0,165	-0,030
			(0,118)	(0,119)
Regulation				0,232***
				(0,061)
Constant	0,230***	0,222***	0,285***	0,113
	(0,034)	(0,035)	(0,070)	(0,074)
Observations	58	58	58	58
R^2	0,045	0,051	0,106	0,298
Adjusted R^2	0,011	-0,001	0,001	0,199
Residual Std. Error	0,0002	0,0002	0,0002	0,0002
F Statistic	1,311	0,974	1,010	3,028***
Mean VIF	1,262	1,409	1,914	1,951
Jarque-Bera (p-value)	0,0002***	0,0006***	0,0058***	0,172
Durbin-Watson (p-value)	0,038**	0,048**	0,204	0,686

*p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Nota: Dados winsorizados. Fonte: Elaboração própria.

apresentou potencial explicativo que comprovasse estatisticamente a conexão entre os comportamentos de ambos. Os resultados foram similares aos apurados no modelo anterior.

O terceiro modelo (3) aportou as variáveis macroeconômicas *GDP.Change*, *Dollar.Change* e *Inflation*. Comparativamente às estimações anteriores, o único efeito observado para com a variável de interesse foi a mudança no grau de significância do coeficiente *Diff.SMECredit.GDP*, de 10% para 5%, mas os resultados continuaram incipientes, com coeficiente de determinação ínfimo e estatística F não significante.

A quarta e última regressão (4) adicionou a variável *dummy Regulation*, que se mostrou estatisticamente significante ao nível de 1% e positivamente relacionada com a variável de interesse. O coeficiente de determinação ajustado aponta que o modelo tem um poder preditivo de aproximadamente 20%, reforçado pelo resultado da estatística F, também significante ao nível de 1%. Adicionalmente, o teste *Jarque-Bera* indicou normalidade na distribuição dos resíduos e o teste *Durbin-Watson* não detectou autocorrelação entre as variáveis do modelo.

Para medir a multicolinearidade foi calculado o *Variance Inflation Factor* (VIF), que se apresentou abaixo de 2 para a maioria das variáveis em todos os modelos. O cálculo do VIF médio de cada um dos 4 modelos também ficou abaixo de 2, como pode ser observado na tabela 6. O VIF torna-se preocupante quando acima de 5 e é considerado alto quando acima de 10. O método de correção de autocorrelação *Newey-West* foi aplicado para garantir a robustez dos erros-padrão e, consequentemente, das estatísticas t para o teste de significância de cada parâmetro.

8.4 Contribuições e limitações do modelo

O exercício acima possibilitou concluir, sob o ponto de vista da análise quantitativa, que o marco regulatório, quando confrontado com fatores macroeconômicos e com indicadores de mercados relevantes para o setor, foi o principal fator de influência sobre o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento, aqui representado pela evolução no volume total captado. Certamente, há que se considerar possíveis limitações no poder preditivo do modelo, decorrentes das características deste mercado ainda muito jovem, tais como o tamanho pequeno da amostra analisada e a indisponibilidade de dados em periodicidade similar para comparação com outros países.

CONCLUSÃO

Ao analisar os fatores motivadores e caminhos norteadores da adoção de um marco regulatório para o *crowdfunding* de investimento, bem como os efeitos de sua implementação para o desenvolvimento deste mercado no Brasil, este trabalho teve o objetivo de contribuir para uma maior compreensão do papel regulatório da administração pública como um vetor de desenvolvimento econômico, capaz de ampliar a funcionalidade do sistema financeiro. Um sistema financeiro opera de modo funcional quando expande a utilização dos recursos existentes com a menor elevação possível na fragilidade financeira e em outras instabilidades que possam estancar o processo de crescimento por razões meramente financeiras (STUDART, 1995). O advento de novos instrumentos financeiros e as mudanças no modo de intermediação, quando negligenciados pelos reguladores, podem acarretar mais danos do que oportunidades à atividade econômica.

Apesar do reconhecimento da contribuição das empresas de menor porte para o crescimento, o emprego e a inovação (AYYAGARI, BECK & DEMIRGÜÇ-KUNT, 2007; OECD, 2016; WFE, 2017), sua dificuldade de acesso a fontes externas de financiamento (isto é, recursos que não sejam advindos de lucros acumulados ou de novos aportes dos sócios), é amplamente apontada pela literatura (ABRAHAM & SCHMUKLER, 2017; ARDIC, MYLENKO & SALTANE, 2011; IFC, 2010; BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 2004; GÓES, 2018).

O racionamento de crédito, segundo Stiglitz e Weiss (1981) é uma falha de mercado permanente, que ocorre devido à assimetria informacional, fazendo com que a taxa de juros não seja o expediente mais adequado para selecionar os tomadores e garantir o pagamento dos empréstimos. Para não se expor demasiadamente ao risco de inadimplência, as instituições financeiras recorrem, então, ao racionamento quantitativo àqueles tomadores que, mesmo dispostos a pagar altas taxas de juros para obter os recursos, não podem apresentar garantias exequíveis em caso de não pagamento, o que, não raro, é o caso das empresas de menor porte. No mercado de capitais, a restrição é igualmente motivada por problemas de informação imperfeita (GREENWALD, STIGLITZ & WEISS, 1984), elevando demasiadamente os níveis de complexidade e custos para cumprimento dos requisitos de listagem e realização da oferta pública inicial, comparativamente ao montante que seria objeto de captação por empresas de menor porte (GOES, 2018).

Em resumo, além dos problemas informacionais, é possível identificar pelo menos outros seis obstáculos que afugentam o mercado do cumprimento de sua tarefa de prover financiamento a empresas de menor porte: (i) a ausência de planos de negócios satisfatórios ou baixa qualidade dos projetos, (ii) a gestão inexperiente ou pouco profissionalizada, (iii) os custos de transação elevados comparativamente ao montante individual das operações, (iv) a insuficiência de garantias, (v) a incerteza associada às empresas nascentes ou ainda jovens – em especial às inovadoras, e (vi) a estrutura institucional do país que as abriga.

Outro fator complicador consiste no fato de as empresas de menor porte representarem um segmento diverso, que congrega desde microempreendedores individuais até médias empresas, espalhadas pelos mais variados setores, com diferentes potenciais em termos de sofisticação tecnológica, inovação e escalabilidade. Embora a vocação empregatícia destas empresas seja evidente, a falta de financiamento constitui um dos principais entraves ao seu crescimento e a uma contribuição mais efetiva à economia (NOGUEIRA, 2019). As dificuldades na captação de recursos prejudicam a criação e escalabilidade de *startups* e impedem que empresas de pequeno e médio portes com modelos de negócios tradicionais melhorem sua produtividade e avancem de patamar.

Levando em consideração a heterogeneidade do segmento, durante décadas foram criados e operados diversos mecanismos e instrumentos financeiros, pelo setor público e pelo setor privado, com o ímpeto de corrigir, ao menos em parte, essa falha de mercado. Recursos públicos direcionados por bancos de desenvolvimento para o financiamento de máquinas e equipamentos, capital de risco investido por fundos de *private equity*, *venture capital* e investidores-anjo em *startups* e empresas de alto crescimento, e microcrédito produtivo destinado a empreendedores individuais e pequenos negócios, são exemplos de iniciativas voltadas a prover recursos aos diferentes nichos que compõem o segmento de empresas de menor porte.

Contudo, em uma pesquisa que cobriu 128 países – incluindo o Brasil, o IFC (2017) estimou que a demanda não atendida por financiamento de MPMEs em países emergentes é da ordem de US$ 5.2 trilhões, o que perfaz aproximadamente 1,4 vezes o valor de recursos efetivamente destinados ao segmento. Estes dados demonstram a incapacidade ou a falta de interesse do sistema financeiro, em seus moldes tradicionais, de cumprir com seu papel junto a uma parcela não desprezível da atividade econômica.

O cenário apresentado justificaria, por si só, o interesse em desenvolver pesquisa relacionada às tendências recentes de desintermediação financeira tradicional, movimento batizado de “finanças alternativas” que, por meio de instrumentos e sistemas inovadores e com uso predominante de TICs, oferece produtos e serviços financeiros fora do setor bancário (ZHANG ET AL., 2014; WORLD BANK & CCAF, 2019). O tema, no entanto, ganhou dimensão ainda maior devido à crise de 2008, que acarretou o recrudescimento das regras prudenciais aplicáveis às instituições financeiras e, consequentemente, o acirramento do racionamento de crédito.

O *crowdfunding*, que pode ser traduzido como financiamento coletivo, é o principal método das finanças alternativas para captação de recursos de uma grande quantidade de pessoas, que aportam pequenos montantes em operações simples, por meio de plataformas eletrônicas acessíveis via *websites*, que podem ser acessados diretamente e descomplicadamente pelos interessados. Embora funcione em diferentes modalidades, incluindo as de doação, recompensa e pré-venda (WORLD BANK, 2013, EUROPEAN COMMISSION, 2015; DE BUYSERE ET AL., 2012; KIRBY & WORNER, 2014; ZHANG ET AL, 2014), o *crowdfunding* passou a ser utilizado mundo afora para levantar recursos diretamente do público investidor para empresas e pessoas (SCHWIENBACHER & LARRALDE, 2012), por meio de duas modalidades que ficaram conhecidas como *peer-to-peer lending* e *investment-crowdfunding*. Estas modalidades são chamadas de *crowdfunding* com retorno financeiro, pois proporcionam retorno ao investidor e, ao mesmo tempo, facilidades e melhores condições no financiamento aos tomadores.

O *peer-to-peer lending*, ou empréstimo aos pares, consiste na transferência de fundos de um investidor para empréstimos destinados não somente a empresas, mas também a pessoas. Por sua vez, o *investment-crowdfunding*, que a CVM e o mercado convencionaram chamar de *crowdfunding* de investimento, mimetiza o mercado de capitais, com vistas a captar recursos de longo prazo para *startups* e empresas de menor porte, que, em contrapartida, firmam um contrato de conversão futura em ações, contrato de participação em investimento ou devolução do valor principal com remuneração após um período de, geralmente, três a cinco anos. Estas modalidades de *crowdfunding* com retorno financeiro consistem em uma forma de desintermediação bancária (MOLLICK, 2014) e representam novas possibilidades de financiamento, no “combate” ao racionamento de crédito sofrido pelas empresas de menor porte. Porém, estes novos instrumentos apresentam especificidades que, confrontadas com a postura regulatória adotada por cada país, determinam sua utilização em maior ou menor grau.

No Brasil, até abril de 2018 o *peer-to-peer lending* só podia ser operacionalizado mediante vinculação das plataformas eletrônicas a uma instituição financeira convencional para operar a intermediação de recursos, o que desvirtuava parcialmente o instrumento de sua concepção original. O Banco Central regulamentou a atividade pela Resolução CMN 4656/2018, quando finalmente o *peer-to-peer lending* pode realmente ser operado de acordo com suas características de desintermediação bancária.

Conforme explicado neste trabalho, a captação por meio de *crowdfunding* de investimento apresenta vantagens sobre a modalidade *peer-to-peer lending*, pois os prazos são mais dilatados e os custos da oferta são menos onerosos do que as taxas de juros cobradas nos empréstimos. Além disso, o *crowdfunding* de investimento foi mais facilmente introduzido no mercado brasileiro antes mesmo de haver uma regulação específica. De 2014 a 2017, as operações foram enquadradas na dispensa de registro da oferta, estabelecida na Instrução CVM 400/03 e na dispensa de registro do emissor, prevista na Instrução CVM 480/09. Porém, conforme apurado na pesquisa de campo realizada para esta tese, foi necessário um entendimento entre os gestores das plataformas e a CVM para que ocorresse esse enquadramento, e havia um temor, por parte do mercado, de que esta interpretação pudesse mudar a qualquer momento, agregando um componente de grande desconforto ao desenvolvimento da indústria.

Para empresas de menor porte e *startups* acometidas pelo racionamento de crédito dos bancos, ou que não se enquadram no perfil dos programas governamentais, ou que ainda não tenham maturidade suficiente para atrair fundos de *venture capital,* o *crowdfunding* de investimento se configura como uma opção de financiamento de longo prazo. Simultaneamente, o instrumento também representa oportunidade de diversificação de portfólio para investidores de varejo, tornando possível sua participação em empresas com potencial de alto crescimento, antes acessíveis apenas a grandes investidores. De certa forma, pode-se dizer que o *crowdfunding* de investimento serve ao duplo propósito de contribuir para a inclusão financeira e aumentar o fluxo financeiro para atividades econômicas.

O *crowdfunding* de investimento ocupou a avenida existente entre o microcrédito e a atuação de fundos de *venture capital* (ORUEZABALA & PETER, 2016). Organismos internacionais foram unânimes no reconhecimento do potencial do *crowdfunding* de investimento como instrumento de financiamento do desenvolvimento, mas também foram uníssonos quanto à necessidade de que tal mercado deveria ser amparado por um arcabouço regulatório, em vista de seus riscos (WORLD BANK, 2013; KIRBY & WORNER, 2014;

EUROPEAN COMMISION, 2015). Os riscos inerentes ao *crowdfunding* de investimento podem ser elencados em quatro frentes: os riscos do empreendimento, os riscos do ambiente cibernético no qual ocorrem as operações, os riscos relacionados ao intermediário – plataforma, e à falta de liquidez – inexistência de mercado secundário (KIRBY & WORNER, 2014).

Não tardou para que reguladores ao redor do mundo colocassem o tema em debate e, em não poucos casos, criassem leis e normas específicas para abarcar a nova empreitada. O cenário desafiador que se colocou aos reguladores consistiu em garantir que a regulação específica não resultasse em sentença de morte a um mercado que florescia (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2017), sem, contudo, descuidar dos riscos mencionados. Se, por um lado, a legislação não devia obstruir o acesso aos títulos quando investidores desejassem financiar a criação de valor – seja por razões financeiras ou não-financeiras (DE BUYSERE et al., 2012) - por outro lado, as novas regras deveriam promover um mercado eficiente e transparente, diminuindo os desincentivos e levando em consideração as idiossincrasias dos investidores da multidão (AGRAWAL et al., 2014).

Em um levantamento realizado junto a 21 membros no ano de 2015, a IOSCO identificou os aspectos comumente tratados pelos países em suas ações regulatórias para o *crowdfunding* de investimento. Para plataformas eletrônicas, destacaram-se: autorização ou registro de funcionamento, exigência de capital mínimo, condução da *due diligence* na oferta, gerenciamento de conflito de interesses entre as partes, condutas para mitigação de risco em caso de falência da plataforma ou ataque cibernético e prevenção contra fraude, lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo. Para emissores, as regras tratavam principalmente de tamanho e limite da oferta e tipo/categoria ou tamanho do emissor, enquanto para investidores, alguns dos tópicos mencionados foram os limites de investimento, previsão de rescisão, cancelamento e limites de revenda, requisitos de educação e formulário de ciência dos riscos (IOSCO, 2015). Também em 2015, atentos ao debate internacional e às primeiras ofertas que aconteciam no país, os reguladores brasileiros iniciaram um longo processo de estudos, pesquisas junto a investidores de varejo e diálogos com o mercado, que culminaram com a edição da ICVM 588 em julho de 2017. Com escopo central bastante focado na atuação das plataformas eletrônicas, a norma também estabeleceu limites aos investidores que não comprovem renda ou patrimônio de investimento superior a determinado valor, limite de faturamento como critério de elegibilidade de emissores e limite do valor de captação anual.

Uma vez expostos os fatores motivadores para que o *crowdfunding* de investimento se tornasse matéria relevante aos olhos dos reguladores, partiu-se para a análise qualitativa do

processo regulatório do *crowdfunding* de investimento no Brasil e da norma que resultou desse processo. Tal análise buscou embasamento em teorias relacionadas à regulação no âmbito das ciências econômicas. A intervenção estatal na esfera privada sempre suscitou calorosos debates, com posições e proposições movidas por diferentes correntes ideológicas. Seja atuando diretamente na atividade econômica, ou na correção de falhas de mercado e na garantia de direitos individuais, espera-se que a atuação do Estado seja provedora de uma estrutura institucional que promova o desenvolvimento socioeconômico. A revisão de literatura abordou três vertentes teóricas que pautaram o debate econômico sobre regulação ao longo do século XX até a atualidade. Além da teoria do interesse público e da teoria da regulação econômica, as correntes da economia institucional, embora não tratem exclusivamente de questões regulatórias, apresentam interface direta com o tema e um arcabouço teórico pertinente à análise de mudanças institucionais, como é o caso do mercado de *crowdfunding* de investimento. A adoção de um quadro teórico múltiplo inspirou-se nos argumentos de alguns autores (GINOSAR, 2014; CHANG & EVANS, 2005; HALL & TAYLOR, 1996) acerca do potencial profícuo de uma análise holística, que transite por diferentes escolas e agregue seus aspectos complementares.

Dos preceitos da teoria do interesse público, este trabalho extraiu a importância de se identificar quais falhas de mercado motivaram a utilização de um novo instrumento de captação de recursos e qual a reação do órgão regulador com sua disseminação, ou seja, quais fatores originaram o processo regulatório. Este tema foi amplamente abordado nas discussões acerca do racionamento de crédito às empresas de menor porte e *startups*, nas oportunidades perdidas quando mercados financeiros que não exercem plenamente suas funcionalidades para prover recursos ao desenvolvimento econômico e nos riscos percebidos por reguladores com a introdução de novos instrumentos financeiros geridos por intermediários não convencionais e não regulados.

Passando para a ótica da teoria da regulação, foi discutida a suscetibilidade do processo regulatório do *crowdfunding* de investimento a falhas de governo relacionadas à falta de autonomia do regulador ou a pressões exercidas por grupos de interesse. Por meio de estudos anteriores (PÓ, 2009; ROSA, 2012), foi possível averiguar que a CVM é uma autarquia sob regime especial, com *status* de agência reguladora, e conta com um significativo grau de autonomia financeira, funcional e gerencial, sinalizando uma estrutura de blindagem quanto a influências de cunho político que possam se sobrepor a decisões técnicas. No que tange às pressões de grupos de interesse, foram avaliadas as participações de grupos que teriam

interesses antagônicos ao estabelecimento deste mercado (intermediários tradicionalmente estabelecidos nos mercados tradicionais de captação de recursos – bancos, corretoras, bolsa de valores e associações ligadas a estas organizações) e daqueles diretamente interessados em seu estabelecimento (plataformas eletrônicas, investidores, empreendedores/emissores). A avaliação se deu mediante escrutínio das manifestações destes atores no processo de audiência pública da minuta da norma *versus* versão final (ICVM 588). Constatou-se que nem todas as sugestões foram aceitas pelo regulador e, nas entrevistas realizadas com representantes das plataformas, alguns expressaram certo desconforto quanto à pressão de terem se tornado guardiões do mercado a ponto de serem responsabilizados inclusive pela verificação de veracidade das informações prestadas por emissores e investidores – ou seja, processo conhecido por *due diligence*. Do lado dos grupos "antagônicos", foi observado que os mesmos também apresentaram suas contribuições à minuta, manifestando-se no processo de audiência pública, mas não aparentam ter exercido *advocacy* contrário à norma, seja porque provavelmente não enxergam riscos de concorrência, dado que este mercado ainda é muito insignificante em termos dos montantes e ganhos financeiros que movimenta, ou porque entendem esse movimento como um teste de águas, que talvez descortine um mercado no qual poderão adentrar futuramente. Entretanto, estes entendimentos são interpretações das manifestações em audiência pública, não corroboradas pela pesquisa de campo, dado que não foram previstas entrevistas com atores representantes deste grupo.

Na seara da economia institucional, foram considerados os seguintes aspectos para a análise: (i) contrato e direitos de propriedade; (ii) custos de transação, racionalidade limitada e oportunismo; (iii) ideologias, hábitos e modelos mentais; (iv) mudança institucional e *path dependence*, e; (v) objetivos de desenvolvimento econômico.

A regulação do *crowdfuding* de investimento pode ser interpretada como uma instituição, uma vez que a mesma define as "regras do jogo" de um mercado nascente, que engendrou uma mudança institucional (North, 1990). O contrato e os direitos de propriedade, teorizados por Coase (1937) na raiz da NEI, constituem a base de sustentação das transações entre investidores e emissores no *crowdfunding* de investimento, embora não haja uma padronização de características. A garantia dos direitos de propriedade é, portanto, essencial para conferir credibilidade a esse mercado e seus participantes enxergaram na regulação a segurança jurídica que faltava, conforme corroborado pela pesquisa de campo.

Os princípios da racionalidade limitada e do oportunismo, considerados por Williamson como fatores determinantes dos custos de transação, foram parcialmente contemplados pela

regulação do *crowdfunding* de investimento. O caráter brando das exigências de transparência dos emissores e a responsabilização das plataformas pela veracidade das informações prestadas foram as saídas encontradas pela CVM para criar alguma barreira ao comportamento oportunista de utilização indevida, pelos administradores das empresas, dos recursos captados, sem, contudo, inviabilizar as operações com aumento demasiado dos custos de *compliance* do emissor. Do mesmo modo, a limitação do valor investido anualmente em *crowdfunding* de investimento para os investidores que não apresentarem comprovação de renda ou patrimônio superiores a um determinado patamar, é um artifício da norma para lidar com a racionalidade limitada de investidores menores e menos experientes.

A mudança institucional decorrente da ICVM 588 representou uma redução da incerteza que caracterizava o ambiente de negócios, outrora constituído por interpretações de normas inespecíficas. No entanto, a introdução do marco regulatório específico não dá indícios de rompimento com um *path dependence* (North, 1990), pois representa a continuidade de emulação de padrões endossados por organismos internacionais e adotados por mercados desenvolvidos, que não necessariamente guardam semelhança com o contexto nacional. Embora o cenário dos juros internos tenha tomado o rumo de queda na última década, a cultura de investimento em mercados de risco ainda carece de tempo e condições para se formar no país. Portanto, a despeito de um marco regulatório pertinente, não se pode esperar que o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil alcance sucesso com a mesma velocidade do que em países pioneiros, como EUA e Reino Unido.

Questões afeitas à ideologia, hábitos e modelos mentais no estabelecimento e perenidade das instituições, tratadas na teoria vebleniana (CAVALCANTE, 2014), também puderam ser identificadas. É nítido que a regulação do mercado de *crowdfunding* de investimento se pautou de maneira orgânica pelo ideário capitalista neoliberal de incentivo ao empreendedorismo, normalizado no Brasil principalmente a partir da década de 1990, com o Estado exercendo cada vez menor protagonismo e interferência nas decisões de investimento, e limitando sua atuação à criação de condições mais favoráveis ao investimento privado. A regulação, neste caso, pode ser interpretada como forma de viabilizar o financiamento ao investimento empreendedor, permitindo uma potencialização da economia e, ao mesmo tempo, prevenindo, ainda que minimamente, reações adversas como fraudes e irregularidades. Neste sentido, é possível resgatar Chang e Evans (2005), que entendem as instituições como um poderoso instrumento de política pública de desenvolvimento econômico. Em seu texto introdutório no edital de audiência pública que apresentou a minuta da norma (SDM 06/2016),

a CVM relembrou sua missão tradicional de fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, mas também apresentou objetivos de contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, que podem ser relevantes para a economia brasileira, e de ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial ou com dificuldades de acesso ao crédito em função de seu porte.

A segunda parte da análise qualitativa levou em consideração o papel central das plataformas no mercado de *crowdfunding* de investimento brasileiro, tal como reconhecido pela ICVM 588, que lhes atribuiu a função de *gatekeepers*, ou seja, de guardiãs do mercado, que devem zelar para que investidores e emissores cumpram as regras estabelecidas pela mesma regulação. Diante do protagonismo das plataformas, a pesquisa de campo buscou compreender o ponto de vista de seus gestores sobre a norma e os efeitos percebidos por estes atores no desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no Brasil desde sua introdução.

A percepção geral emanada nas entrevistas concedidas pelos gestores das 4 (quatro) plataformas pioneiras que passaram pela transição do mercado de *crowdfunding* regulado por uma norma inespecífica, com diversas zonas cinzentas, para um mercado regulado por uma norma elaborada sob medida para a indústria, é de satisfação com a maneira como o processo regulatório foi conduzido e com a norma dele resultante. Embora apontem algumas fragilidades e arestas a serem aparadas, os gestores assumem sua parcela de responsabilidade em "fazer o mercado dar certo" daqui pra frente. Segurança jurídica foi uma espécie de termo-chave usado frequentemente pelos entrevistados para qualificar os efeitos positivos da ICVM 588 em diversos âmbitos.

Do ponto de vista dos entrevistados, as principais vantagens da norma foram: (i) o reforço na credibilidade perante o investidor, que passa a investir em um mercado regulado, com plataformas registradas na CVM; (ii) as plataformas poderem criar um negócio que antes corria maior risco de questionamentos legais, por não ter respaldo regulatório claro; (iii) segurança jurídica e modelo recorrente, que permite trilhar um caminho mais constante para todos os atores envolvidos; (iv) liberdade para operar sem foco exclusivo em *startups*, pois com os novos limites de oferta e faturamento, conseguem alcançar empresas maiores e mais maduras.

Com relação aos gargalos da norma e aperfeiçoamentos necessários, os gestores entrevistados apontaram: (i) a importância de se revisar para cima os limites de oferta e do faturamento do emissor; (ii) a dificuldade de verificações de veracidade de informações acerca

do montante investido pelo investidor em outras plataformas e das informações prestadas pelas empresas emissoras; e (iv) a ausência de mercado secundário.

A possibilidade de criação de um mercado secundário para negociação de valores mobiliários originários de ofertas de *crowdfunding* de investimento foi vetada pela ICVM 588. O desenvolvimento de um mercado secundário, que confira liquidez mínima aos investidores, é fundamental para que as ofertas primárias prosperem. Entretanto, num mercado jovem, garantir que haja liquidez ou que os sinais emitidos por operações com títulos de empresas ainda em fase insipiente não sejam prejudiciais à sua imagem, lançam dúvidas quanto ao momento mais adequado para este que movimento ocorra. O posicionamento dos gestores acerca deste tema, porém, foi unânime quanto à relevância de se obter, o mais rápido possível, permissão para o estabelecimento de um mercado secundário para a negociação de ativos emitidos dentro da própria plataforma. Da mesma forma, todos confirmaram disposição em investir recursos para desenvolver esta funcionalidade.

Vale a pena ressaltar que os pontos da norma colocados em revisão pela CVM, no ano de 2020, contemplam grande parte das demandas aventadas pelos gestores nas entrevistas realizadas em 2018, tais como: elevação dos limites para faturamento de emissores; elevação do montante das ofertas e limites de investimento, e; permissão para um mercado secundário no âmbito da plataforma.

As estatísticas de *crowdfunding* de investimento, disponíveis nos *websites* da CVM e das plataformas, indicam uma aceleração na evolução deste mercado após a edição da ICVM 588. Como complemento à análise qualitativa do processo regulatório e das percepções emanadas por seus principais atores quanto a seus efeitos, este trabalho também se dedicou a investigar em que medida o sopro positivo visível a olho nú nos números da indústria se deveu à norma ou a outros fatores.

Por se tratar de tema muito recente, a literatura sobre as experiências de regulação do *crowdfunding* de investimento ainda conta com poucos trabalhos que se apoiem em métodos quantitativos. Cumming & Johan (2013) se utilizaram de uma pesquisa de escopo nacional, realizada junto a potenciais investidores, intermediários, empreendedores e outros participantes de mercado, para investigar as preferências regulatórias dos participantes de mercado num contexto que antecedeu a adoção da regulação do *crowdfunding* de investimento no Canadá. Os dados da pesquisa serviram de base para a aplicação de um modelo baseado em regressões multivariadas, que apresentaram resultados consistentes com a visão de que o capital fluiria

para mercados mais bem regulados. Hornuf e Schwienbacher (2017), por sua vez, discutiram sobre o uso da regulação para promover o *crowdfunding* de investimento com o intuito de fortalecer fontes alternativas de financiamento para *startups* e empresas de menor porte, e se valeram de um exercício de formalização para demonstrar teoricamente a importância do ajuste fino do nível de regulação de acordo com o perfil e as necessidades de cada país.

Em complemento, optou-se por buscar subsídios na literatura sobre fatores determinantes das ofertas iniciais de ações no mercado de capitais, dada a semelhança de sua lógica de funcionamento com a do *crowdfunding* de investimento. Matsuo & Eid (2004) analisaram a evolução da captação de recursos por ações e debêntures no Brasil, no período de 1994 a 2003, utilizando-se de um modelo de mínimos quadrados ordinários para pesquisar a influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias do mercado de capitais brasileiro. Segundo os autores, os resultados sugeririam que as decisões de captação de recursos pelas empresas sejam realmente influenciadas por fatores de conjuntura macroeconômica e que a escassez de recursos no mercado doméstico aliada ao ambiente de incertezas econômicas e políticas parecem ser motivadores de um comportamento oportunista em que empresas aproveitam janelas de oportunidade para captar recursos, visando explorar flutuações temporárias no custo de fontes de financiamento. Tran & Jeon (2011), aplicaram técnicas econométricas de séries temporais para examinar o poder explicativo e o impacto dinâmico das condições macroeconômicas no volume de lançamento de ações nos EUA, durante o período de 1970 a 2005. Os autores detectaram que o desempenho e a volatilidade do mercado de ações tiveram influência na definição do momento dos IPOs, enquanto a Fed fund (taxa de juros dos EUA) e o rendimento dos títulos de 10 (dez) anos do Tesouro estadunidense influenciaram os montantes captados nos IPOs. Mais recentemente, Engelen et al. (2020) estudaram o impacto do aumento da regulação de valores mobiliários no acesso de empresas pequenas, de alta tecnologia e intensivas em conhecimento ao mercado de capitais em países europeus e descobriram que a probabilidade de abertura de capital diminuiu para esse nicho de empresas europeias, de 1995 a 2012, após a mudança regulatória que impôs padrões mais exigentes de governança corporativa.

A busca por dados do *crowdfunding* de investimento no Brasil que pudessem compor séries de tempo para a realização de um estudo econométrico, demonstrou-se desafiadora. Para avaliar a importância da regulação específica, a única alternativa que se mostrou factível e disponível foi utilizar os dados de volume mensal captado por *startups*, via *crowdfunding* de investimento, no período de 2015 a 2019. As plataformas que compuseram a amostra já

exerciam suas atividades no período que antecedeu a ICVM 588, e continuaram exercendo após a introdução da mesma. A informação dos montantes captados cumpriu o papel de proxy do desenvolvimento do mercado brasileiro de *crowdfunding* de investimento e foi adotada como variável de interesse no modelo que testou a hipótese de a implementação da ICVM 588 ter sido o fator motivador mais relevante do crescimento significativo observado no volume financeiro das captações realizadas pelas plataformas da amostra. A amostra englobou os dados de apenas 4 (quatro) plataformas, mas as mesmas representam o universo que vivenciou a transição regulatória. Para conferir robustez ao modelo, foram adicionadas variáveis de controle representativas de fatores macroeconômicos e de mercado que poderiam ter exercido influência preponderante no comportamento de investidores e emissores brasileiros durante o período de 2015 a 2019, tais como as variações do PIB, do dólar, da inflação, da taxa de juros básica, o saldo de crédito às PMEs e o volume de ofertas realizadas na bolsa de valores.

A variável *dummy* "regulação" se mostrou estatisticamente significante ao nível de 1% e positivamente relacionada com a variável de interesse. O coeficiente de determinação ajustado aponta que o modelo tem um poder preditivo de aproximadamente 20%, reforçado pelo resultado da estatística F, também significante ao nível de 1%. Adicionalmente, o teste *Jarque-Bera* indicou normalidade na distribuição dos resíduos e o teste *Durbin-Watson* não detectou autocorrelação entre as variáveis do modelo. Estes resultados indicam uma confirmação da hipótese de relevância do marco regulatório sobre o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento, comparativamente a outras possíveis variáveis explicativas. No entanto, é importante ressaltar que esta constatação deve ser interpretada com alguma cautela, levando-se em consideração as limitações decorrentes do pequeno tamanho da amostra analisada e a indisponibilidade de obtenção de dados em periodicidade similar para comparação com outros países.

Do ponto de vista teórico, a principal contribuição desta tese foi a constituição de um quadro conceitual que agregou múltiplas vertentes, capturando aspectos diversos do debate sobre ação regulatória do Estado. Ao focar na complementariedade de cada uma das abordagens teóricas, esta tese apresentou um arcabouço com potencial profícuo para embasar análises qualitativas da regulação e do processo regulatório. Do ponto de vista empírico, esta tese identificou o equilíbrio alcançado pelo regulador brasileiro na nova norma, entre restrições e liberdades, e também comprovou, por meio de pesquisa de campo e métodos quantitativos, a influência positiva da regulação no desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* de investimento no país.

A atividade normativa e fiscalizadora dos mercados financeiro e de capitais faz parte do escopo da administração pública e esta tese demonstrou que, para muito além de tarefas meramente burocráticas, a regulação desempenha papel estratégico de política pública, mesmo quando não há regulação direta de preços ou produção. O caso analisado evidencia o esforço bem sucedido do regulador em harmonizar seus objetivos de proteção ao investidor e a viabilização de um instrumento que aumenta as possibilidades de financiamento a um nicho de empresas que, embora relevante para a economia, é recorrentemente rejeitado pelos intermediários financeiros tradicionais.

O campo das finanças alternativas, e, especificamente, do *crowdfunding* de investimento, se apresenta muito profícuo em questões a serem pesquisadas para que o tema avance na literatura acadêmica. Estudos futuros poderão se beneficiar de dados mais completos sobre as ofertas, que passaram a ser exigidos em periodicidade anual e divulgados pela CVM a partir da introdução da ICVM 588, em 2018. Com o amadurecimento do mercado, estes dados possibilitarão a realização de análises fundamentadas sobre o perfil dos investidores, dos emissores e dos instrumentos emitidos, além da identificação de tendências. A comparação com outros países também implicará que se transcorra algum tempo até que seja possível construir uma série histórica, pois os dados internacionais atualmente disponíveis são divulgados apenas em base anual. Por outro lado, análises qualitativas sobre experiências internacionais de criação e regulação do mercado secundário para esta indústria podem contribuir para a estratégia regulatória a ser adotada em breve pelo Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAHAM, F., SCHMUKLER, S.L. **Addressing the SME Finance Problem**. Research & Policy Briefs From the World Bank Malaysia Hub. Nr. 9, October 2017.

ABDI – AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A Indústria de *Private Equity e Venture Capital* – 2º Censo Brasileiro, 2009**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf >. Acesso em: 30/10/2020.

ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. **Como funciona a indústria de *private equity, seed e venture capital***. Março, 2015.

ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. **Estrutura legal dos fundos de *private equity* e *venture capital***. Maio, 2018.

ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL. [**Sobre o setor**]. 2010. Disponível em: https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf. Acesso em 12/10/2020.

AFONSO, J. R. **O FAT e o futuro do trabalho: histórico e desafios**. In: Seminário Relevância do FAT e seus novos desafios. Rio de Janeiro, BNDES, 6 de novembro de 2018.

AGHION, P., ANGELETOS, G. M., BANERJEE, A., e MANOVA, K. Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment. **Journal of Monetary Economics**, Vol. 57(3), 2010, 246-265.

AGRAWAL, A.K., CATALINI, C., GOLDFARB, A. Some simple economics of crowdfunding. **Innovation Policy and the Economy**. Vol. 14, No. 1, pp. 63-97, January 2014.

AKERLOF, G. The market for “lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, 84, August, 1970.
ALCHIAN, Armen A. **Some economics of property rights**. Il Politico. Vol. 30, No. 4, 1965, pp. 816-829.

ALDRIGHI, Dante Mendes. **Algumas das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros**. Artigo apresentado no 32º Encontro Nacional da Anpec, 2004. Disponível em http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A005.pdf

ALDRIGHI, D. M. e BISINHA, R. Restrição financeira em firmas com ações negociadas na Bovespa, **Revista Brasileira de Economia**, Vol. 64 (no. 1), 2010, p. 25-47.

AMBROZIO, A. M. H. P., SOUSA, F.L., FALEIROS, J.P.M., SANT’ANNA, A.A. Credit scarcity in developing countries: An empirical investigation using Brazilian firm-level data. **EconomiA**, Elsevier, Amsterdã, v. 18, n. 1, p. 73-87, 2017. Disponível em: http://dx.doi.org/10.1016/j.econ.2016.12.001. Acesso em: 1o jan. 2019.

ANDERSON, Philip W., ARROW, Kenneth J., and PINES, David (eds.) **The Economy as an Evolving Complex System**. Reading, MA.: Addison-Wesley, 1988.

ARDIC, Oya Pinar, MYLENKO, Nataliya and SALTANE, Valentina. **Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set**, January 1, 2011. World Bank Policy Research Working Paper No. 5538.

ARROIO, A.; SCERRI, M. (Eds.). **The promise of small and medium enterprises**. New Delhi: Routledge, 2014.

ARROW, Kenneth J. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. **The American Economic Review**, Vol. 53, No. 5, pp. 941-973, December, 1963.

ARTHUR, W. Brian. Self-Reinforcing Mechanisms in Economics. In Philip W. Anderson, Kenneth J. Arrow, and David Pines (eds.), **The Economy as an Evolving Complex System**. Reading, MA.: Addison-Wesley, 1988.

AYYAGARI, Meghana; BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Small and Medium Enterprises Across the Globe. **Small Business Economics**, v. 29, p. 415-434, 2007.

BALDWIN, R. and CAVE, M. **Understanding Regulation. Theory, Strategy and Practice**. Oxford University Press, Oxford, 1999.

BARBOSA FILHO, F.; CORREA, P. Distribuição de produtividade do trabalho entre as empresas e produtividade do trabalho agregada no Brasil. In: BONELLI, R.; VELOSO, F.; PINHEIRO, A. (org.). **Anatomia da produtividade no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 109-142.

BARBOZA, Ricardo de Menezes, ROITMAN, Fábio Brener, AIDAR, Gabriel Ferraz, ALVIM, Renata Baia, SIQUEIRA, Julia Fonseca, JORGE, Ciro Magalhães de Melo. **O BNDES e as micro, pequenas e médias empresas**. BNDES. Textos para Discussão nr.146, setembro, 2019.

BARONE, F.M.; LIMA, P.F.; DANTAS, V.; REZENDE, V. **Introdução ao Microcrédito.** Brasília: Conselho da Comunidade Solidária, 2002. 65p.

BARRIONUEVO FILHO, A.; LUCINDA, Cláudio Ribeiro de. Teoria da Regulação. Em: Ciro Biderman; Paulo Roberto Arvate. (Org.). **Economia do Setor Público no Brasil**. 1ed.Rio de Janeiro: Elsevier. 2005.v. 1, p. 47-71.

BARTH, James, CAPRIO, Gerard, and LEVINE, Ross. Bank supervision and regulation: What works best? **Journal of Financial Intermediation**, 13, 2003, p.205–248.

BAUGUESS, S., GULLAPALLI, R., IVANOV, V. **Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings**, 2009-2017. Division of Economic and Risk Analysis (DERA). Washington, D.C., 2018, U.S. Securities and Exchange Commission.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Relatório de Inclusão Financeira**, Número 3. Brasília: Banco Central do Brasil, 2015.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Microcrédito**. Estudo Especial nº 79/2020.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL, site corporativo. Disponível em: www.bcb.gov.br. Acesso em 05/12/2020.

BECK, T. Financing constraints of SMEs in developing countries: evidence, determinants and solutions. **Other publications TiSEM from Tilburg University**, School of Economics and Management, 2007.

BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A. Small and medium-size enterprises: access to finance as a growth constraint. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdã, v. 30, n. 11, p. 2.931-2.943, 2006.

BECK, T.; DEMIRGUÇ-KUNT, A.; LAEVEN, L.; MAKSIMOVIC, V. The determinants of financing obstacles. **J. Int. Money Financ**. 2006, 25, 932–952.

BECK, T.; DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Bank Competition and Access to Finance: International Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 36, No. 3, 627–648, 2004.

BECK, T.; DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Financing Patterns Around the World: Are Small Firms Different? **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 3, p. 467-487, 2008.

BEDÊ, M.A. Gargalos no financiamento dos pequenos negócios no Brasil, in Santos, C.A. (org.) **Sistema financeiro e as micro e pequenas empresas: diagnósticos e perspectivas**. 2a. edição. Brasília: Sebrae, 2004. 192p.

BELLAFLAMME, P., T., SCHWIENBACHER, A. Crowdfunding: Tapping the right crowd. **Journal of Business Venturing**, 29, 585–609. 2014

BELLEFLAMME & LAMBERT, An industrial organization framework to understand the strategies of crowdfunding platforms. In: **International Perspectives on Crowdfunding: Positive, Normative and Critical Theory**, edited by Méric, J., Maque, I., and Brabet, J., Bingley (UK): Emerald. 2016.

BERGER, A.N. and UDELL, F.G. 'The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle', **Journal of Banking and Finance**, Elsevier, vol. 22(6-8), pages 613-673, August, 1998.

BERGER, A.N. and UDELL, G.F. 'A More Complete Conceptual Framework for SME Finance' **Journal of Banking and Finance**, Vol. 30 (No. 11, November), 2945-2966, 2006.

BERNSTEIN, S., GIROUD, X., TOWSEND, R.R. The Impact of Venture Capital Monitoring. **The Journal of Finance**, Volume 71, Issue 4, pp. 1479-1921, August 2016.

BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Unlocking credit: the quest for deep and stable bank lending**. Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2004.

BIDERMAN, Ciro, Paulo Roberto Arvate. (Org.). **Economia do Setor Público no Brasil**. 1ed.Rio de Janeiro: Elsevier. 2005.v. 1, p. 47-71.
BIGGS, T. **Is small beautiful and worth the subsidy?** Literature review. 2002. Mimeo. Disponível em: https://pdfs.semanticscholar.org/861a/23aae28e16ceebe9a8f8ee091577341f73e7.pdf. Acesso em: 1º jan. 2019.

BLACK, R.J., GILSON, B.S. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. **Journal of Financial Economics**, Vol. 47, pp. 243-277, 1998.

BONELLI, R.; VELOSO, F.; PINHEIRO, A. (org.). **Anatomia da produtividade no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 109-142.

BOUAISS, K., MÉRIC, J., MAQUE, I. Preliminary chapter: cartography of academic literature on crowdfunding. In Méric J., Maque I. and Brabet J., **International Perspectives on Crowdfunding: Positive, Normative and Critical Theory**, Emerald, 2016.

BRESSER-PEREIRA, L.C. **Acumulação de capital, lucros e juros**. Texto para Discussão n°.4, fevereiro 1991.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CARVALHO, F.J.C. Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. **Textos para Discussão CEPAL-IPEA**, 14. Brasília, DF: CEPAL Escritório do Brasil/IPEA, 2010.

CAVALCANTE, Carolina Miranda. A economia institucional e as três dimensões das instituições. **Revista de Economia Contemporânea** (2014) 18(3): p. 373-392(Journal of Contemporary Economics).

CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL DA EAESP - GVCEPE. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital.** Relatório de Pesquisa, 2008.

CHANG, Ha-Joon. Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to the neo-liberal theory of the market and the state. **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 26, No. 5, 2002, pp. 539-559

CHANG, Ha-Joon CHANG, Ha-Joon. **Understanding the relationship between institutions and economic development: some key theoretical issues**. UNU-Wider Discussion Paper No. 2006/05.

CHANG, H. J.; EVANS, P. The role of institutions in Economic Change. In: DYMSKI, G.; PAUL, S. (Eds.) **Re-imagining Growth**. London: Zed Press, 2005, p. 99-140.

CHECA, G.; LEME, E.; SCHREIR, C. The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil. **Journal of Private Equity**, 4, 46–67, 2001.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, p. 386-495, nov. 1937.

COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, n. 1, 1960, p. 1-44.

COASE, R. Economists and public policy, in J. F. Weston, ed.: **Large Corporations in a Changing Society**, New York University Press, New York, 1975.

COASE, R. **The firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1990.

COASE, R. The new institutional economics. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, p.72-74, mai. 1998.

COFFEE Jr John C., The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, 111 **Yale Law Journal** 1 (2001).

COHEN, Wesley M., LEVIN, Richard C. and MOWERY, David C. Firm Size and R&D Intensity: A Re-examination. **Journal of Industrial Economics**, 1987, vol. 35, issue 4, 543-65.

COMMONS, J. Institutional economics. **American Economic Review**, v. 21, 1931, p. 648-657.

COMMONS, J. **Institutional Economics**. University of Wisconsin Press, Madison, 1934.

CONCEIÇÃO, O.A. Os antigos, os novos e os neo-institucionalistas: há convergência teórica no pensamento institucionalista? **Revista Análise Econômica**. Ano 19, 2001, No. 36.

CONCEIÇÃO, O.A. Além da Transação: Uma Comparação do Pensamento dos Institucionalistas com os Evolucionários e Pós-Keynesianos. **Revista EconomiA**, Brasília (DF), v.7, n.3, p.621–642, set/dez 2007.

DAVID, Paul. Clio and the Economics of QWERTY, **AmericanEconomic Review**, 1985, V.75, No.2, 1985, pp. 332–37.

DOUGLAS, G.W. and MILLER, J.C. **Economic Regulation of Domestic Air Transport Theory and Policy**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1974, 211p.

CRESWELL, J. W. **Research Design: Qualitative, Quantitative and Mixed Methods Approach**. Sage Publications, Inc, 4th ed., 2014.

CROCE, A., MARTÍ, J., MURTINU, S. The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? **Journal of Business Venturing**, 28(4): 489–510, 2013.

CUMMING, D., JOHAN, S. Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding. **Venture Capital**, Vol. 15, No. 4, 2013, p. 361–379

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS **Edital de audiência pública SDM nº 02/2020.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html>. Acesso em agosto/2020.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, SOI Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores. Visão do parceiro: *Crowdfunding* de investimento: soluções regulatórias para aumentar a competitividade do mercado de capitais. In: **Cadernos FGV Direito Rio, série Clínicas: educação e direito**, vol. 10. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2019. 80 p.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS *Crowdfunding* de investimento. **Cadernos CVM**, *nº12*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 42p.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, SOI Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores. **Aplicando "Insights" Comportamentais em Políticas Públicas O Caso do Crowdfunding de Investimento**, Frederico Shu, Coordenação de Estudos Comportamentais e Pesquisa Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores, 5ª Conferência de Ciências Comportamentais e Educação do Investidor, 2017

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 588**, de 13 de julho de 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html. Acesso em agosto/2020.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS **Edital de audiência pública SDM nº 06/2016.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html. Acesso em outubro/2017.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS Visão do parceiro – CVM: Crowdfunding: desafios da regulação. In: **Cadernos FGV Direito Rio**. Série Clínicas. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, nov. 2016. v. 6. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17510. Acesso em: 14 mai. 2017.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI). **Pesquisa sobre Crowdfunding**. Rio de Janeiro: Agosto, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/estudos/pesquisas/RelatorioPesquisa_Crowdfunding_Julho_2015_editada_para_Blog.pdf. Acesso em: 30 out. 2017.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 543**, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst543.html. Acesso em agosto/2020.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 539**, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html. Acesso em agosto/2020.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html Acesso em agosto/2020.

CVM COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html. Acesso em agosto/2020.

CUMMING, Douglas. & Sofia Johan. Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding. **Venture Capital**, 2013 Vol. 15, No. 4, 361–379

DANG, T. L., NGUYEN, T. H., TRAN, N. T. A., VO, T. T. A. Institutional ownership and stock liquidity: International evidence. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, 47(1), 2018, p.21–53.

DAROLES, S. The rise of fintechs and their regulation. **Financial Stability Review**, nº 20. France: April, 2016.

DE BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., MAROM, D. **A Framework for European Crowdfunding**, in association with European Crowdfunding Network, 2012.

DE NEGRI, F. (Orgs.). **Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes**. Brasília: Ipea, 2014.

DE NEGRI, J. A. et al. **Elasticidade juros e prazo da demanda de crédito livre e direcionado no Brasil**. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 46, 2018. Anais... Rio de Janeiro: Anpec, 2018. Disponível em: https://www.anpec.org.br/encontro/2018/submissao/files_I/i4d215d75a3db928c21218bab8f36820cd.pdf. Acesso em: 1º jan. 2019.

DEGRYSE, H., GOEIJ, P. & KAPPERT, P. The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure, **Small Business Economics**, Springer, vol. 38(4), pages 431-447, May, 2012.

DEMIRGUÇ-KUNT, A.; AYYAGARI, M.; MAKSIMOVIC, V. **How important are financing constraints?** The role of finance in the business environment. Policy Res. Work. Pap. 2010, 22, 483–516.

DEMIRGUÇ-KUNT, A., MAKSIMOVIC, V. Law, Finance, and Firm Growth. **The Journal of Finance**. Volume 53, Issue 6, pp. 2107-2137, December, 1998.

DIAMOND, W. **Development Banks**. Baltimore: Johns Hopkins Press, 2nd ed., 1957

DIAS, Luciana. P.; PEREIRA, Cristina; ARANHA; CALDAS, Bruno. O Financiamento das Empresas e o Acesso ao Mercado de Capitais por Pequenas e Médias Empresas – Projeto Ofertas Menores. In: SARDENBERG, Amarílis Prado (Org.). **Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil:** Temas para Reflexão. 1. ed. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei The regulation of entry. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. CXVII, Issue 1, 2002.

EASTERBY-SMITH, M., THORPE, R. and JACKSON, P.R**. Management and Business Research,** Sage Publications, 5th edition, 2015.

ECN EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK **Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market**. Published by the European Crowdfunding Network AISBL, 2013.

ENGELEN, Peter-Jan; MEOLI, Michele; SIGNORI, Andrea; VISMARA, Silvio. The effects of stricter regulation on the going public decision of small and knowledge-intensive firms. **Journal of Business Finance and Accounting**, 2020, Vol. 47, 188–217

ESMA – EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs),** 2017. Disponível em http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf. Acesso em 10/11/2020.

EUROPEAN COMMISSION. **Crowdfunding explained** – a guide for small and medium enterprises on crowdfunding and how to use it. 2015 Disponível em: https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/business-and-financial-management/smes/ec-guide-to-crowdfunding-en.ashx?la=en. Acesso em out 2017.

FCA – Financial Conduct Authority. **The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media.** Feedback to CP13/13 and final rules. Policy Statement PS14/4. March, 2014.

FENWICK, M., KAAL, W.A., VERMEULEN, E.P.M. Regulation tomorrow: what happens when technology is faster than the law?, **Lex Research Topics in Corporate Law & Economics**, Working Paper No. 2016-8; U of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 16-23; TILEC Discussion Paper No. 2016-024. September 4, 2016

FERRAZ, J.C., RAMOS, L. **Inclusión Financiera para la inserción productiva de las empresas de menor tamaño en América Latina**: Innovaciones, factores determinantes y prácticas de las instituciones financieras de desarrollo. Informe Regional, LC/TS.2018/22, CEPAL, Santiago, Chile, 2018.

FIANI, Ronaldo. Afinal, a quais interesses serve a regulação? **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 13, n. 2, Jul/dez 2004.

FOX, M.B., GLOSTEN, L.R, RAUTERBERG, G.V. **The new stock market: law, economics, and policy.** 1st edition. New York: Columbia University Press, 2019.

GABISON, G.A. Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal. **De Paul Business & Commercial Law Journal,** Vol. 13:359-409, 2015.

GALA, P. **Teoria e Retórica em Douglass North: Subsídios para uma análise de sua contribuição**. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Planejamento e Análise Econômica da EAESP FGV, 2001

GALA, P. A teoria institucional de Douglass North. **Revista de Economia Política**, vol. 23, nº2 (90), abril-junho 2003, p. 89-105.

GELOS, R.G. & WERNER, A.M. Financial liberalization, credit constraints, and collateral: investment in the Mexican manufacturing sector. **Journal of Development Economics**, 2002, vol. 67, issue 1, 1-27.

GERBER, Brian J. and TESKE, Paul. Regulatory Policymaking in the American States: A Review of Theories and Evidence. **Political Research Quarterly**, Vol. 53, No. 4, 2000, pp. 849-886.

GERTLER, M.; GILCHRIST, S. Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. **The Quarterly Journal of Economics**, [s.l.], v. 109, n. 2, p. 309-340, 1994

GIL, A.C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Atlas, 6ª edição, 2008.

GILINSKY, David, LEVITES, Paul and GABBAY, Zvi. **Regulation of crowdfunding in the UK, US and Israel**: a comparative review. Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, 10 JIBFL 600A. November, 2016.

GINOSAR, Avshalom. Public-Interest Institutionalism: A Positive Perspective on Regulation. **Administration & Society, 2014**, Vol. 46(3) 301–317

GLAESER, E., SHLEIFER, A. A reason for quantity regulation. **American Economic Review** 91, 2001, p.431–435.

GLAESER, E., SHLEIFER, A. Legal origins. **Quarterly Journal of Economics** 117, 2002, p.1193–1229.

GLAESER, E., SHLEIFER, The rise of the regulatory state. **Journal of Economic Literature** 41, 2003, p.401–425.

GLAESER, E., JOHNSON, E., SHLEIFER, A. Coase versus the Coaseans. **Quarterly Journal of Economics** 116, 2001, p.853–899.

GÓES, Gabriela Andrade. **Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil**. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. Dissertação de mestrado, 2018, 116f.

GOMPERS, P., and LERNER, J. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation. **Journal of Financial Economics**, 55, 281–325.Griffin, Z. J. (2013). Crowdfunding: fleecing the American masses. Case Western Reserve Journal of Law, Technology & the Internet, 4(2), 2000, 375–410.

GOMPERS, P., and LERNER, J. The Venture Capital Revolution. **Journal of Economic Perspectives**—Volume 15, Number 2—Spring 2001—Pages 145–168

GONZALEZ, Lauro, PORTO, Lya e DINIZ, Eduardo Henrique. Microcrédito produtivo no Brasil: histórico recente e condicionantes de desenvolvimento. **Cadernos Gestão Pública e Cidadania**. São Paulo, v. 22, n. 72, maio/ago 2017, 193-213.

GREENWALD, B., STIGLITZ, J. and WEISS, A. M. Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. **American Economic Review** 74(2), May 1984.

GUIMARÃES, A.B.S., CARVALHO, D.C.M.C., PAIXÃO, L.A.R. Micro, Pequenas e Médias Empresas: conceitos e estatísticas. **Radar IPEA,** v.55, fevereiro de 2018, p. 21-26.

HALL, Peter and TAYLOR, Rosemary. As três versões do neo-institucionalismo. **Lua Nova**, nr. 58, 2003, p.193-223.

HALL Peter A. and TAYLOR, Rosemary C. R. Political Science and the Three New Institutionalisms. **Political Studies** (1996), XLIV, 936-957.

HENDERSON, M. Todd and RASKIN, Max. A Regulatory Classification of Digital Assets: Toward an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets. **Columbia Business Law Review**, Nr 2, 2019, pp. 444-493.

HAY, Jonathan, SHLEIFER, Andrei. Private enforcement of public laws: A theory of legal reform. **American Economic Review** 88, 1998, p. 398–403.

HAY, Jonathan, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. Toward a theory of legal reform. **European Economic Review** 40, 1996, p.559–567.

HAZEN, T. L. Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws—why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure. **North Carolina Law Review**, 90, 2012, 1735–1770.

HIRSHLEIFER, J., DE HAVEN, J. & MILLIMAN, J. Water Supply: **Economics, Technology and Policy.** University of Chicago Press, Chicago, 1960, 378 p.

HOFMANN, Christian. An Easy Start for Start-ups: Crowdfunding Regulation in Singapore, 15 **Berkeley Business Law Journal**, V.5, Issue 1, 2018.

HODGSON, G. A. Institutional Economics: surveying the old and the new. **Metroeconomica International Review of Economics**, V. 44, Issue 1, February 1993, p.1-28.

HODGSON, G. A evolução das instituições: uma agenda para pesquisa teórica futura. **Economica**. 3, n. 1, p. 97-125, jun. 2001.

HODGSON, G. A. What are Institutions? **Journal of Economic Issues**, v. 40, n. 1, mar. 2006

HORNUF, L. and SCHWIENBACHER, A. Crowdinvesting—angel investing for the masses? in: **Handbook of Research on Venture Capital**: Volume 3. Business Angels: Edward Elgar (Ed. C. Mason and H. Landström), 2016, p. 381–397.

HORNUF, L. and SCHWIENBACHER. Should securities regulation promote equity crowdfunding? **Small Business Economics**, 2017, Vol. 49, 579–593

HUFF Anne Sigismund. Designing Research for Publication. Sage Publications, Inc., 2008, 392 p.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa de Inovação 2014.** Rio de Janeiro: IBGE, 2016.

IFC – INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. MSME Finance Gap – **Assessment of Shortfalls and Opportunities in Financing Micro, Small and Medium Enterprises in Emerging Markets**. Washington D.C.: World Bank Group, 2017.

IFC – INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. T**he SME Banking Knowledge Guide,** 2010.

IOSCO – INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **Market-Based Long-Term Financing Solutions for SMEs and Infrastructure**, 2014. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD452.pdf.

IOSCO – INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. SME **Financing Through Capital Markets**, Final Report, 2015a. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf.

IOSCO. **Crowdfunding 2015 Survey Responses Report**. IOSCO Report, December, 2015b. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf> Acesso em outubro de 2017

IOSCO. **Research report on financial technologies (Fintech)**. IOSCO Report, February 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf> Acesso em out 2017

IVANOV, V. & KNYAZEVA, A. **U.S. Securities-Based Crowdfunding Under Title III of the JOBS Act,** DERA White Paper, Washington, D.C., 2017, U.S. Securities and Exchange Commission.

JIN, X.; WAH, B.W.; CHENG, X.; WANG, Y. Significance and challenges of big data research. **Big Data Res**. 2015, 2, 59–64.

JIN, Yuhuan and ZHANG, Sheng. Credit Rationing in Small and Micro Enterprises: A Theoretical Analysis. **Sustainability**, 2019, 11, 1330.

JOHNSON, S. MC MILLAN, J., WOODRUFF, C. Courts and relational contracts. **Journal of Law, Economics and Organization** 18, 2002, 221–277

JOSKOW, P., KHAN, E. A Quantitative Analysis of Pricing Behavior in California's Wholesale Electricity Market During Summer 2000. **The Energy Journal**. International Association for Energy Economics, vol. 0 (Number 4), 2002, pages 1-35.

JUREDIEU, Franck & MAYOUX, Sébastien. Crowdfunding Legal Framework: An International Analysis: Positive, Normative and Critical Theory, July 2016. In: **International Perspectives on Crowdfunding** (pp.81-97).

KIRBY, E., WORNER, S. **Crowd-funding: An infant industry growing fast**. Working Paper of IOSCO Research Department, 2014. Disponível em:

https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf. Acesso em outubro de 2017.

KORTUM, S. & LERNER, J. (2000) Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. **Rand Journal of Economics**. 31, pp. 674–92

KUNTCHEV, Veselin, RAMALHO, Rita, RODRÍGUEZ-MEZA, Jorge, YANG, Judy S. **What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?** Working paper, 2014. Disponível em https://www.enterprisesurveys.org/content/dam/enterprisesurveys/documents/research/Enterprise-Surveys-access-to-finance-and-SME.pdf. Acesso em 20/01/2020.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W. 1997. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, 52(3): 1131-50.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Vol. 106, No. 6, 1998, pp. 1113-1155

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio Lopez-de-Silanes, SHLEIFER, Andrei, and VISHNY, Robert W. **Agency Problems and Dividend Policies around the World**. Journal of Finance, 55(1), 2000, p. 1-33.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Valuation. **Journal of Finance**, 57(3), 2002, p. 1147-70.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, POP-ELECHES, Cristian and SHLEIFER, Andrei. Judicial Checks and Balances. **Journal of Political Economy**, 112(2), 2004, p. 445-70.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio and SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws? **Journal of Finance**, 61(1), 2006, p. 1-32

LA PORTA, Rafael, LOPES DE SILANES, Florencio and SHLEIFER, Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins. **Journal of Economic Literature**, Vol. 46, No. 2, 2008, pp. 285-332

LAEVEN, Luc. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constrains? **Financial Management Association** 31 (4), 2003, p. 5–34

LAMBERT, T. & SCHWIENBACHER, A. An empirical analysis of crowdfunding. **Social Science Research Network**, 1578175, 2010, pp.1-23.

LAMCA Cartilha do *crowdfunding* de investimento à luz da instrução CVM nº 588/2017. In **Cadernos FGV Direito Rio**, série Clínicas: educação e direito, vol. 10. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2019. 80 p.

LAZZARINI, S.G., MUSACCHIO, A., BANDEIRA-DE-MELLO, R., MARCON, R. What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**. 66, 2015, p. 237–253.

LEONEL, S.G. O papel e as contribuições da indústria de ventures capital no Brasil. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 33 (n.esp.): 125-142, setembro 2019.

LEUZ, C., NANDA, D., WYSOCKI, P. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, vol. 69, issue 3, 2003, p. 505-527.

LEVY, Brian, SPILLER, Pablo T. **Regulations, Institutions and Commitment: Comparative Studies of Telecommunications.** Cambridge, UK. Cambridge University Press, 1996.

MACEY, Jonathan. Administrative agency obsolescence and interest group formation: A case study of the SEC at sixty, **Cardozo Law Review** 15, 1994, p.909–949.

MAHONEY, Paul G. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems. **University of Chicago Law Review**: Vol. 62: Issue 3, Article 2, 1995.

MAMONOV, S., MALAGA, R. Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States. **Electronic Commerce Research and Applications** 27 (2018) 65–73.

MARÇAL, D. B. **Tributação de operações no mercado doméstico de crowdfunding de investimento**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. 2018.

MARTINS, Norberto Montani. **Bancos de desenvolvimento e desenvolvimento financeiro: uma avaliação do caso brasileiro entre 2000 e 2001**. Dissertação de mestrado. 234 f., 2012.

MARTINS, N.M.; SILVA, P.M.B.P. Funcionalidade dos sistemas financeiros e o financiamento a pequenas e médias empresas: o caso do *crowdfunding*. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia (MG), 29, n. esp., p. 25-56, dezembro 2014.

MATSUO, Alexandre Kazuma & EID Jr., William. **Influência de Fatores Macroeconômicos nas Emissões Primárias do Mercado Brasileiro**. Enanpad, 2004.

MAWOCHA, T., and NAFACK, A. **The challenge of SME financing**, in International Monetary Fund Economic Community of Central African States Regional Conference. Brazzaville, Congo; International Monetary Fund, 2015.

MAZZUCATO, M., PENNA, C. Beyond market failures: the market creating and shaping roles of state investment banks. **Journal of Economic Policy Reform** 19 (4), 2016, p.305–326.

MCNAMARA, MURRO & O'DONOHOE, Lending infrastructure and credit rationing of European SMEs. **European Journal of Finance**, July 2019

MEIRELLES, D.S. Teorias de mercado e regulação: por que os mercados e o governo falham? **Cadernos EBAPE.BR**, v. 8, nº 4, artigo 5, 2010, Rio de Janeiro.

MENARD, C., SHIRLEY, M.M. The future of new institutional economics: from early intuitions to a new paradigm? **Journal of Institutional Economics**, 10: 4, 2014a, 541–565.

MENARD, C. & SHIRLEY, M. (2014b) The Contribution of Douglass North to New Institutional Economics. In**:** S. Galiani and I. Sened (eds.) **Intitutions, Property Rights and Economic Growth - The Legacy of Douglass North**., Cambridge: Cambridge University Press, 2014b.

METRICK, A. and YASUDA, A. **Venture Capital and the Finance of Innovation**, 2nd Edition, John Wiley and Sons, Inc., 2010.

MILES, M.B., HUBERMAN, A.M., SALDAÑA, J. **Qualitative data analysis: a methods sourcebook**. Arizona State University, Third edition, 2014.

MITCHELL, W. The Rationality of Economic Activity: I and II. **Journal of Political Economy**. February/March, 18, pp. 97-113, 1910, p.197-216.

MOLLICK, E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal of Business Venturing**, Pennsylvania, United States, 29, 1-16, 2014.

MONZONI NETO, M. P. **Impacto em renda do microcrédito: uma investigação empírica sobre geração de renda do Crédito Popular Solidário (São Paulo Confia), no município de São Paulo.** Tese de Doutorado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2006.

MORDUCH, J. The Microfinance Promise. **Journal of Economic Literature**, 37(4), 1999, p.1569-1614.

MORITZ, A., BLOCK, J., HEINZ, A. Financing patterns of European SMEs - an empirical taxonomy. **Venture Capital**, 2016, vol. 18, issue 2, 115-148.

MULCAHY, Diane. Myths about venture capitalists. **Harvard Review**, n. 81, p. 81-83, 2013.

NANDA, R., SAMILA, S., SORENSON, O. The persistent effect of initial success: Evidence from venture capital. **Journal of Financial Economics**, Volume 137, Issue 1, July 2020, pp. 231-248.

NASCIMENTO, E.O. Os novos institucionalismos na ciência política contemporânea e o problema da integração teórica. **Revista Brasileira de Ciência Política**, nº 1. Brasília, 2009, pp. 95-121.

NASSR, I., WEHINGER, G. Opportunities and Limitations of Public Equity Markets for SMEs. **OECD Journal Financial Market Trends**, v. 2015/1, p. 49-84, 2016.

NELSON, R.R. Bringing institutions into evolutionary growth theory. **Journal of Evolutionary Economics**, Spring-Verlag, v. 12, 2002, p. 17-28.

NOGUEIRA, M.O. **Um pirilampo no porão: um pouco de luz nos dilemas da produtividade das pequenas empresas e da informalidade no país** / colaboradora: Graziela Ferrero Zucoloto. – 2. ed. rev. ampl. – Brasília : IPEA, 2019. 314 p.

NOLL, R.G. **Regulatory Policy and the Social Sciences**. University of California Press, Berkeley and Los Angeles, California, London, 1985, 400 p.

NORTH, D., THOMAS, R.P. **The Rise of the Western World: A New Economic History**, Cambridge University Press, Cambridge, 1973.

NORTH, D. **Structure and Change in Economic History**, Norton, New York, 1981.

NORTH, D.C. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, D. Institutions. **Journal of Economic Perspectives**, Volume 5, Number 1, 1991, p.97–112

NORTH, D. **Understanding the process of Economic Change**, Iea Occasional Paper, London, 1999.

NUNES, E.; NOGUEIRA, A. M.; COSTA, C. C.; ANDRADE, H. V.; RIBEIRO, L. M. **Agências reguladoras e Reforma do Estado no Brasil: inovação e continuidade no sistema político-institucional**. Editora Garamond, 2007, Rio de Janeiro.

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **Manual de Oslo: proposta de diretrizes para coleta e interpretação de dados sobre inovação tecnológica**. Rio de Janeiro: Finep, 2004.

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **Opportunities and Constraints of Market-Based Financing for SMEs**, 2015a. Disponível em: https://www.oecd.org/finance/financial-markets/Opportunities-andConstraints-of-Market-based-Financing-for-SMEs.pdf.

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments**, 2015b. Disponível em: https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SMEfull-report.pdf

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scorecard**, OECD Publishing, Paris, 2016.

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **Entrepreneurship at a glance** – Highlights, 2018

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. **Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing**. 2019.

OCDE – ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS; CEPAL – COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. **Perspectivas económicas de América Latina 2013: políticas de pymes para el cambio estructural**. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 2012.

OLSON, M. **The logic of collective action: public goods and the theory of groups.** Cambridge: Harvard University Press, 1965.

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Rethinking the role of national development banks** – Revised background document. ONU, Department of Economic and Social Affairs, Financing for Development Office, 2006. Disponível em: <http://www.un.org/esa/ffd/Multi-StakeholderConsultations/FFDO/NDB/NDBs-DOCUMENT-REV-E-020606.pdf>.

ORUEZABALA, G., PETER, S.G., Equity Crowdfunding in Africa: How Can Investment Micro-Behaviors Make the Crowdfunding Macro-System Work?, Méric, J., Maque, I. and Brabet, J. (Ed.) **International Perspectives on Crowdfunding**, Emerald Group Publishing Limited, 2016, pp. 21-35.

PANIZZA, U. et al. **Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks**. Inter-American Development Bank, Research Department, 2004 (Working Papers, 1.014).

PELTZMAN, S. Toward a More General Theory of Regulation. **Journal of Law and Economics,** vol. 19 (August 1976), pp. 211-40.

PELTZMAN, S., LEVINE, M.E., NOLL, R.G. The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation. **Brookings Papers on Economic Activity**. Microeconomics, Vol. 1989, pp. 1-59.

PELTZMAN, S., WINSTON, C. **Deregulation of Network Industries: What's Next?** Brookings Institution Press, 2000.

PEREIRA, M.C. **O setor de internet no Brasil: uma análise da competição no mercado de acesso**. 33º Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2014. 468 p.

PIGOU, A. **The Economics of Welfare**, 4th ed. London: Macmillan, 1938.

PINHEIRO, A.C. & OLIVEIRA FILHO, L.C. (org.). **Mercado de capitais e bancos públicos**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2007.

PÓ, M.V. **O Jogo Regulatório Brasileiro: a Estabilidade Contratual para além da Autonomia das Agências**. Tese de Doutorado FGV EAESP, 2009, 217 f.

POLINSKI, M., SHAVELL, S. The economic theory of public enforcement of law, **Journal of Economic Literature** 38, 2000, p.45–76.

POSNER, R. Natural Monopoly and Its Regulation. **Staniford Law Review**, Vol. 21 (February 1969), pp. 548-643.

POSNER, R. Theories of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, Vol. 5, No. 2, 1974, pp. 335-358.

POSNER, R. Statistical Study of Antitrust Enforcement. **Journal of Law and Economics**, Vol. 13, No. 2 (October 1970), pp. 365-419.

PRATES, D.M.; CINTRA, M.A.M.; FREITAS, M.C.P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, Campinas, (15): 85-116, dez. 2000.

QIAN, K., MULAS, V., LERNER, M. **Supporting entrepreneurs at the local level: The Effect of Accelerators and Mentors on Early-Stage Firms**. The World Bank Group, Washington, D.C., 2018.

RIBEIRO, C.T., CARVALHO, C.E. **Do Microcrédito às Microfinanças: Desempenho Financeiro, Dependência de Subsídios e Fontes de Financiamento** – Uma Contribuição à Análise da Experiência Brasileira. São Paulo: FAPESP/EDUC, 2006.

ROMANO, R. The need for competition in international securities regulation, **Theoretical Inquiries in Law** 2, 2001, p.1–179.

ROSA, M.E.F. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários.** Dissertação de mestrado, 2012, Faculdade de Direito da USP.

ROSE, N. L. and JOSKOW, R L. The Diffusion of New Technology: Evide Electric Utility Industry, **RAND Journal of Economics**, 21, 1990, p.354-373.

RUTHERFORD, Malcom. Institutional Economics: Then and Now. **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, No. 3, 2001, pp. 173-194.

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of financial economics**, 1990, 27(2), 473-521.

SANTOS, C.A. (org.) **Sistema financeiro e as micro e pequenas empresas: diagnósticos e perspectivas.** 2a. edição. Brasília: Sebrae, 2004. 192p.

SARDENBERG, A.P. (Org.). **Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil:** Temas para Reflexão. 1. ed. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

SCHWARTZ, A.A. Equity Crowdfunding in New Zealand, **New Zealand Law Review**, Volume 2018, Number 2, 2018, pp. 243-274(32).

SCHWIENBACHER, A. & LARRALDE, B. **Alternative types of entrepreneurial finance**. In The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. 2012

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Venture Capital é opção de recursos financeiros para as pequenas empresas**. Boletim de Serviços Financeiros. Novembro, 2013.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Participação das Micro e Pequenas Empresas na economia brasileira**. Brasília: UGE/Sebrae, 2014.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS; DIEESE – DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. **Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa: 2014**. São Paulo: Sebrae; Dieese, 2015. p. 17-18.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS; DIEESE – DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. **Anuário do trabalho nos pequenos negócios: 2016**. 9.ed. São Paulo- SP: DIEESE, 2018.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS/FGV PROJETOS, **Atualização de estudo sobre a participação de micro e pequenas empresas na economia nacional**. Março, 2020.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Capital Empreendedor: investimentos que podem alavancar seu negócio**. Conteúdos Finanças. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/capital-empreendedor,382be3796beaf410VgnVCM1000004c00210aRCRD> Acesso em 20/11/2020.

SEBRAE – SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. Site corporativo. Disponível em: www.sebrae.gov.br. Acesso em 05/03/2016.

SEN, D.; OZTURK, M.; VAYVAY, O. An Overview of Big Data for Growth in SMEs. **Procedia Soc. Behav. Sci**. 2016, 235, 159–167.

SEC – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Crowdfunding Adopting Release**. SEC Releases No. 33-9974 (Oct. 30, 2015) [80 FR 71387].

SEC – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers.** 2016. Disponível em: https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm. Acesso em 20/01/2020.

SHLEIFER, A. **Understanding Regulation. European Financial Management**, Vol. 11, No. 4, 2005, 439–451.

SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, Volume 52, Issue 2, 1997, pp. 737-783.

SHLEIFER, A., WOLFENZON, D. Investor protection and equity markets. **Journal of Financial Economics**, 62, 2002, p.3–27.

SIMON, H. The role of expectations in an adaptive or behavioristic model. In: Bowman, M. (org.). **Expectations, uncertainty, and business behavior**. Nova York: Social Science Research Council, 1958.

SIQUEIRA, E.; DINIZ, E. H. (2017) ***Equity crowdfunding* no Brasil: características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor**. XX SEMEAD – Seminários em Administração.

SMELSER, N. J.; SWEDBERG, R. (Ed.). **The handbook of economic sociology**. Princeton: Princeton University Press; New York: Russell Sage foundation, p.255-283.

SMYTH, D.J.; BOYES, W.J.; PESEAU, D.E. The measurement of firm size: Theory and evidence for the United States and the United Kingdom. **Rev. Econ. Stat.** 1975, 57, 111–114.

SOUSA, F.; OTTAVIANO, G. Relaxing credit constraints in emerging economies: The impact of public loans on the productivity of Brazilian manufacturers. **International Economics**, v. 154, p. 23-47, 2018.

SPENCE, Michael. Job Market Signaling. **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. 87, No. 3, pp. 355-374, 1973.

SPILLER, P., TOMMASI, M. **The Institutional Foundations of Public Policy: The Case of Argentina**. Cambridge University Press, 2007.

STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, Vol. 2, No. 1, 1971, pp. 3-21

STIGLITZ, J. **Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

STIGLITZ, J. & WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, vol. 71, pp. 393-410, 1981.

STUDART, R. **Investment Finance in Economic Development**. London and New York: Routledge, 1995.

SWEDBERG, R. Markets as social structures. In: SMELSER, N. J.; SWEDBERG, R. (Ed.). **The handbook of economic sociology.** Princeton: Princeton University Press; New York: Russell Sage foundation, 1994, p.255-283.

TERRA, M. C. Credit constraints in Brazilian firms: evidence from panel data. **Revista Brasileira de Economia**, v. 57, n. 2, p. 443-464, 2003.

TORRES FILHO, E.T. Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES In: **Ensaios sobre Economia Financeira** ed. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 11-56

TRAN, A. & JEON, B. The dynamic impact of macroeconomic factors on initial public offerings: evidence from time-series analysis. **Applied Economics**, 43(23), 2011, pp. 3187-3201.

TRIPATHI, N.; SEPPANEN, P.; BOOMINATHAN, Ganesh; OIVO, Markku,

LIUKKUNEN, K. **Insights into Startup Ecosystems through Exploration of Multi-vocal Literature**, In-formation and Software Technology (2018), doi: https://doi.org/10.1016/j.infsof.2018.08.005

VARIAN, H.R. **Microeconomia: Princípios Básicos**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

VASILESCU, L. Accessing Finance for Innovative EU SMEs Key Drivers and Challenges, Economic Review: Journal **of Economics and Business**, ISSN 1512-8962, University of Tuzla, Faculty of Economics, Tuzla, Vol. 12, Iss. 2, 2014, pp. 35-47

VEBLEN, T. **The place of science in modern civilization and other essays**. 1961 [1898]. New York: Russel & Russel.

VIOTTO, J. Competition and regulation of crowdfunding platforms: a two-sided market approach, **Communications & Strategies**, 99, p. 33-50, 2015.

VISMARA, S. Equity retention and social network theory in equity-crowdfunding. **Small Business Economics**, 2016, 46: 579-590.

WALRAS, L. **Compêndios dos elementos de economia política pura**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

WARDROP, R., ZIEGLER, T. A case of regulatory evolution – a review of the UK Financial Conduct Authority's approach to crowdfunding. **CESifo DICE**, Vol. 14, Issue 02, 2016, p.23-32.

WESTON, J.F. (ed.) **Large Corporations in a Changing Society**. New York University Press, New York, 1975.

WILLIAMSON, O.E. The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, **American Economic Review**, 61(May, 1971): 112–123.

WILLIAMSON, O.E. **Markets and Hierarchies**: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization, New York, NY: Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O.E. Franchise Bidding for Natural Monopolies – in General and with Respect to CATV, **Bell Journal of Economics**, 7(1), 1976, p. 73–104.

WILLIAMSON, O.E. Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, **Journal of Law and Economics**, 22(2), 1979, pp. 3–61.

WILLIAMSON, O.E. (1993). Transaction Cost Economics and Organization Theory. **Industrial and Corporate Change**, v. 2, n. 2, p. 107-156.

WILLIAMSON, O.E. Hierarquies, Markets and Power in the Economy: An Economic Perspective. **Industrial and Corporate Change**, v. 4, n. 1, 1995, p. 21-49.

WILLIAMSON, O.E. **The Mechanisms of Governance**, Oxford: Oxford University Press, 1996.

WILLIAMSON, O.E. Transaction cost economics: how it works; where it is headed. **De Economist** 146, 1998, p.23–58.

WILLIAMSON, O.E. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. **Journal of Economic Literature**, 38(3), 1998, p. 595–613.

WILLIAMSON, O.E. Transaction Cost Economics: The Natural Progression. **American Economic Review**, 100 (3), 2010, p.673-690.

WISNIEWSKA, A. The Initial Coin Offering – challenges and opportunities. **Copernican Journal of Finance & Accounting**, 7(2), 2019, p.99–110.

WORLD BANK. **Finance for growth: policy choices in a volatile world**. Oxford: Oxford University Press, 2001.

WORLD BANK. **Crowdfunding's Potential for the Developing World**. Information for Development Program (InfoDev). Conference Version. Washington D.C.: 2013.

WORLD BANK AND CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE. **Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey.** The World Bank Group Global Knowledge and Research Hub in Malaysia, 2019.

WFE – WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. **SME Financing and Equity Markets, 2017**. Disponível em: https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/wfe-report-equity-market-financing-smes. Acesso em 04/01/2021.

WFE – WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; MILKEN INSTITUTE. **Small and Medium-Sized Enterprises and SME Exchanges, 2017.**

YEYATI, E.L.; MICCO, A.; PANIZZA, U.: **Should the Government Be in the Banking Business**? The Role of State-Owned and Development Banks, Working Paper, No. 517, 2004, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, DC.

YUNUS, M.; JOLIS, A. **O Banqueiro dos Pobres**. 1ª edição. São Paulo: Editora Ática, 2003.

ZHANG, Z., COLLINS, L., BAECK, P. **Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report 2014**. Nesta: University of Cambridge. 2014

ZIDER, B. How venture capital works. **Harvard Business Review**, v. 76, n. 6, p. 131-139, 1998.

ZYLBERSZTAJN, Décio. **Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições.** Tese de Livre-Docente FEA USP, 2015.

ANEXO 1

Plataformas de *crowdfunding* de investimento registradas na CVM em Dez/2019

Nome	Setor	Data registro na CVM	Primeira oferta
KRIA/BASEMENT/BROOTA	Geral	20/03/2018	2014
EQSEED	Geral	12/01/2018	2015
URBE.ME	Imobiliário	12/01/2018	2015
STARTMEUP	Geral	14/02/2018	2016
GLEBBA	Imobiliário	06/03/2018	2018
BLOXS	Imobiliário	19/07/2018	2018
INCO	Imobiliário	07/11/2018	2018
MYFIRSTIPO	Geral	12/01/2018	Pré-op
CFG/CAPTABLE	Geral	18/06/2018	2019
FINCO INVEST	Geral	24/07/2018	Pré-op
CLUSTER21	N/A	08/11/2018	Pré-op
CITYFUND/HURST	Imobiliário	26/11/2018	Pré-op
WEBUILD	N/A	30/11/2018	Pré-op
PROFIT INVESTING	N/A	14/12/2018	Pré-op
CONVEXITY/VANGARDI	Imobiliário	29/01/2019	Pré-op
D INTERAÇÃO E TECNOLOGIA	Geral	26/02/2019	2019
PLATTA	Geral	26/03/2019	2019
ORGANISMO	Geral/Imob	29/03/2019	2019
THINVEST/ATHAN INCORP	N/A	22/04/2019	Pré-op
NOSSO INVESTIMENTO	N/A	02/07/2019	Pré-op
WIZTARTUP	Geral	16/07/2019	Pré-op
LINKA PLATAFORMA	Geral	18/07/2019	Pré-op
INVESTWEB	Geral/Imob	24/07/2019	2019
BEEGIN	N/A	08/08/2019	Pré-op
RS PARTNERS/RAISER FUND	Imobiliário	08/10/2019	Pré-op
HOUSE 2 INVEST	Imobiliário	23/10/2019	2020

Fonte: CVM e sites das plataformas de *crowdfunding* de investimento. Elaboração própria.

ANEXO 2

Roteiro de Entrevista

Pesquisa: Desenvolvimento do mercado de *Crowdfunding* de Investimento

Objetivo: Esta pesquisa tem o intuito de contribuir para o aperfeiçoamento e desenvolvimento do equity crowdfunding no Brasil, buscando identificar nas demandas dos participantes, pontos a serem aprofundados na regulação e ações que possam fomentar o mercado.

Disclaimer:

A identidade dos respondentes e de suas respectivas instituições será mantida sob confidencialidade nos materiais acadêmicos que resultarem desta pesquisa.

Você me autoriza a gravar essa entrevista de forma a proporcionar o aproveitamento máximo no momento de apuração do conteúdo?

Nome da plataforma:

Nome do representante:

Data:

1. Qual a data de início das atividades desta plataforma?
   Qual a data da primeira oferta?
   O valor alvo mínimo de captação foi atingido?

2. Descreva o(s) tipo(s) de instrumento(s) emitido(s) nas ofertas de equity crowdfunding realizadas por esta plataforma.
   De que maneira é feita a formalização ou "guarda" dos títulos emitidos?

3. Descreva de que maneira esta plataforma operacionaliza a transferência de recursos do investidor para o emissor.

4. Das mudanças trazidas pela ICVM 588, quais você considera mais significativas em comparação aos procedimentos anteriormente baseados na ICVM 400?

5. Mencione quais regras estipuladas pela ICVM 588 você considera mais complexas de serem cumpridas pelos emissores.
   Houve retração dos emissores após o lançamento da norma? Ou reclamações específicas?

6. Você percebeu alguma modificação em relação ao comportamento dos investidores após a ICVM 588? (No que se refere a aumento ou redução da demanda)
   Seria possível mensurar essa modificação em termos percentuais?

7. Na sua opinião, quais as principais vantagens da ICVM 588:
   a) Para as plataformas
   b) Para os emissores
   c) Para os investidores

8. Você considera que a ICVM 588 impôs dificuldades às plataformas no que se refere:
   a) Aos requisitos financeiros?
   b) Aos requisitos operacionais?

c) Às responsabilidades?
d) A outros fatores? Quais?

9. Houve aumento de custos na operação da plataforma em decorrência das exigências da ICVM 588?

10. Na sua opinião, quais os principais gargalos e pontos a serem aperfeiçoados na ICVM 588 e pelas plataformas?

11. Qual o total global de ofertas realizadas pela sua plataforma até o momento (considerando as que não atingiram valor mínimo)?
Quantas atingiram o valor alvo mínimo?
Quantas contaram com sindicato?

12. Do total de ofertas que não atingiram o valor mínimo, quantas já tinham contado com um aporte de capital semente por investidores anjo ou venture capital?

13. Do total de ofertas que atingiram o valor mínimo, quantas já tinham contado com um aporte de capital semente por investidores anjo ou venture capital?

14. Você consegue estimar qual percentual médio do valor total das ofertas é destinado a investidores que se enquadram no critério de R$ 10.000 de investimento global em EC?

15. Você acredita na viabilidade de um mercado secundário para negociação dos instrumentos emitidos nas ofertas de Equity Crowdfunding no estágio atual de desenvolvimento do mercado? Agora já nesse estágio atual de desenvolvimento do mercado.

16. Esta plataforma estaria disposta a desenvolver as funcionalidades tecnológicas necessárias a essa atividade?
Tais funcionalidades se restringiriam aos valores mobiliários ofertados pela plataforma ou englobariam títulos emitidos em outras plataformas?

17. De que maneira operacional e tecnológica você considera viável organizar a custódia e liquidação de um mercado secundário de Equity Crowdfunding?

18. Existe alguma possibilidade, dentro da regulação atual, de estabelecimento de um mercado secundário de EC no Brasil?

19. Esta plataforma já foi procurada para realizar ou já realizou uma operação de ICO?
Você acredita que os ICOs podem fomentar o desenvolvimento da indústria de Equity Crowdfunding?

20. Para você, o ICO enquadra-se como uma nova modalidade de crowdfunding que necessita de regulamentação específica ou apenas uma operação convencional de equity crowdfunding em que o token é um valor mobiliário?

21. Os tópicos listados abaixo supostamente influenciam de maneira negativa no avanço do mercado de Equity Crowdfunding no Brasil. Atribua notas de 1 a 6 (sendo 1 menos relevante e 6 mais relevante) a cada um deles:

( ) Desconhecimento dos investidores com relação à modalidade específica

( ) Falta de cultura de investimento em renda variável e novos negócios

( ) Desconhecimento dos emissores com relação à modalidade

( ) Remuneração elevada e baixo risco em aplicações de renda fixa disponíveis no país

( ) Aversão ao risco e assimetria de informações

( ) Exigências da norma sobre os emissores

( ) Exigências da norma sobre as plataformas

22. Qual o público investidor considerado mais relevante para o desenvolvimento do mercado neste estágio atual? Varejo, Qualificados, Anjos, VC?

23. Você acredita que ações voltadas à educação financeira / ampliação da cultura financeira e conscientização surtiriam efeitos de curto e médio prazo na popularização do EC?

24. Você acredita que o papel das aceleradoras é fundamental para conscientizar emissores sobre a possiblidade de captar via EC?

25. Você tem sugestões de ações que poderiam ser implementadas pelo Governo ou por agências multilaterais (BID, Banco Mundial, OCDE etc) com o objetivo de estimular o desenvolvimento da indústria de Equity Crowdfunding? Descreva.

26. Como instituições e associações privadas podem ajudar no desenvolvimento do EC?