

**ANOTAÇÕES ACERCA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO,  
MERCADO DE CAPITAIS E A REGULAMENTAÇÃO DO *INVESTED-BASED*  
*CROWDFUNDING* NO BRASIL**

**NOTES ABOUT THE BRAZILIAN FINANCIAL SYSTEM, STOCK MARKET  
AND THE INVESTED-BASED CROWDFUNDING REGULATION IN BRAZIL**

**André Lipp Pinto Basto Lupi<sup>1</sup>**  
**Viviane Côelho de Séllos Knoerr<sup>2</sup>**  
**Juliano Siqueira de Oliveira<sup>3</sup>**

**Resumo**

O presente artigo pretende analisar a regulamentação do crowdfunding de investimento, trazida pela Instrução CVM 588 de 14 de julho de 2017. Para tanto, trata dos parâmetros que regulam o sistema financeiro e sua segmentação em quatro grandes mercados para depois tratar do funcionamento do mercado de capitais. A partir deste ponto, aborda o papel da Comissão de Valores Mobiliários na condição de entidade supervisora do mercado de capitais, para que culmine com a análise técnico-jurídica da Instrução CVM 588/2017.

**Palavras-chave:** Sistema financeiro. Mercados Financeiros. Mercado de Capitais. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Crowdfunding de investimento.

---

<sup>1</sup> Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo. Realizou Estágio Pós-Doutoral na Universidade de Lisboa. Professor do Programa de Mestrado em Direito Empresarial do Unicuritiba e Professor de Direito Empresarial da Universidade Federal de Santa Catarina. Professor associado do Centro Universitário de Brasília (UniCeub).

<sup>2</sup> Doutora em Direito do Estado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (2005). Mestre em Direito das Relações Sociais pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (1996). Graduada em Direito pela Universidade Federal do Espírito Santo (1991). É advogada. Professora e Coordenadora do Programa de Mestrado e Doutorado em Direito Empresarial e Cidadania do Centro Universitário Curitiba / UNICURITIBA. Realizou estágio Pós-Doutoral na Universidade de Coimbra (2015/2016).

<sup>3</sup> Advogado, docente e palestrante, cuja graduação fora obtida junto à Universidade Tuiuti do Paraná no ano de 2003 e especialização Lato Sensu em Direito Civil junto à PUC-PR no ano de 2007. Atuação profissional advocatícia desde o ano de 2004 nas áreas de Direito Empresarial, Direito Civil, Direito do Consumidor, Direito do Trabalho e Direito Educacional, sempre desenvolvida junto ao Escritório Esmahotto e Advogados Associados, no qual é, atualmente, Gerente Jurídico do Departamento de Direito Civil. Docente convidado para ministração de módulos em cursos de Especialização Lato Sensu desde o ano de 2009. Palestrante de temas relacionados à Educação e ao Direito Educacional.

## **Abstract/Resumen/Résumé**

The purpose of this article is analyse the regulation of investment crowdfunding brought by CVM Instruction 588 of July 14, 2017. For this purpose, it explains the parameters that regulate the financial system and its segmentation into four major financial markets and then the functioning of the capital market. From this point on, the role of the Securities and Exchange Commission as a capital market supervisory authority will be explained, to advance into technical considerations concerning the CVM Instruction 588/2017.

**Keywords:** Financial system. Financial Markets. Capital market. Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Crowdfunding of investment.

## **1. INTRODUÇÃO**

A atividade empresarial é um fenômeno econômico-social e, por isso, sua dinâmica sempre estará diretamente atrelada ao ritmo em que as relações sociais se alteram ou se adaptam a novas realidades. O mercado de capitais é reconhecidamente o ambiente favorável para o fomento da atividade capitalista, na medida em que propiciará a manutenção de uma relação dinâmica e direta entre os empresários, que, usualmente, dependerão de recursos para implantar ou implementar sua atividade econômica, e os formadores de poupança que, interessados em obtenção de melhores resultados em suas operações, veem com bons olhos o ato de investir suas reservas mediante aquisição de valores mobiliários emitidos por aquelas empresas, para o que, outrossim, dispõem-se a assumir riscos.

A ausência de regulação estatal no mercado de capitais ou uma regulação incapaz de criar um ambiente seguro, competitivo, eficiente e de confiança para os investidores leva ao enfraquecimento do mercado e, conseqüentemente, da própria economia, pela incapacidade de ensejar um fluxo adequado de recursos entre os empresários tomadores e os poupadores investidores.

De outro lado, fechar os olhos à inserção cabal de tecnologias e meios ágeis de plena comunicação entre os indivíduos - que permitem, hoje, que uma pessoa de um lado do mundo mostre seu empreendimento para outra, situada do outro lado do mundo, em um piscar de olhos - seria ignorar a necessidade de que o Direito (e suas regulações) atue de maneira compatível ao ritmo dessas novas relações. Por isso, o presente trabalho

buscará questionar se a legislação federal vigente no momento anterior à regulação da matéria pela Comissão de Valores Mobiliários se mostrava adequada a regular de maneira segura (como deve ocorrer no mercado de capitais) a captação coletiva de recursos, para então determinar de que modo e sob quais bases se deu a normatização da Comissão de Valores Mobiliários acerca da matéria e, por fim, verificar se a Instrução 588/2017, de fato, trouxe benefícios e instrumentos capazes de ensejar maior eficiência ao mercado de capitais.

## **2. PREMISSAS DO MERCADO FINANCEIRO**

O estudo do mercado de capitais brasileiro não prescinde da necessidade de analisar alguns elementos básicos da economia. O primeiro ponto relevante é o fato de que, conforme assentado pela Comissão de Valores Mobiliários (2014, p. 28), a preocupação da ciência econômica reside na alocação de recursos na economia e, ao seu turno, a melhor alocação destes recursos no meio social atuará, nas palavras de Figueiredo (2016, p. 796) “como forma de se alcançar um ponto máximo de eficiência na satisfação das necessidades humanas, tanto em caráter individual, quanto coletivo”.

A acima delineada preocupação da ciência econômica assenta-se na premissa da escassez de bens, o que, segundo Ribeiro e Klein (2016, p. 21), “impõe à sociedade que escolha entre alternativas possíveis e excludentes” de modo que as decisões que tomadas pelos atores sociais produzirão efeitos perante todos os demais integrantes da sociedade.

No aspecto que é relevante para este trabalho, estabelecida na escassez de recursos premissa básica do sistema econômico, a Comissão de Valores Mobiliários (2016, p. 28) assenta que o sistema econômico moderno é integrado por três agentes, sendo eles as famílias, as empresas e governo, cujas ações, ainda que isoladas, produzirão efeitos diretos sobre o sistema que integram:

De um lado as famílias oferecem os insumos necessários para a produção das empresas, como o trabalho, o capital e os imóveis, em troca dos rendimentos do salário, juros, lucros e aluguéis, o que em conjunto formam a renda dessas famílias. Com essa renda, as famílias adquirem os produtos e serviços ofertados pelas empresas. O governo, por sua vez, recolhe impostos e taxas dessas famílias e empresas, e devolve para a sociedade em forma de projetos sociais ou serviços básicos não ofertados pelas empresas.

Evidentemente, os três atores econômicos atuam de maneira isolada em suas decisões, na medida em que possuem papéis e até mesmo objetivos diferentes no cenário

econômico, mas suas ações acabam por influenciar diretamente o funcionamento do sistema financeiro. É claro que essa posição não é estática, de modo que, a cada momento os agentes, de acordo com as necessidades para as quais deverão fazer frente, alterarão suas ações.

O agente será considerado superavitário se gastar menos do que ganha e será considerado deficitário se gastar mais do que ganha. Logo, a este último será necessário um mecanismo que lhe assegure meios de acessar recursos oriundos das ações daqueles primeiros; vale dizer, quem gasta mais do que ganha (e se torna deficitário) terá que ter meios de acesso aos recursos acumulados por aqueles que gastaram menos do que arrecadaram e, por isso, foram capazes de formar poupança.

Neste ponto, necessário frisar que a formação de poupança é elemento de extrema relevância para a estabilidade e solidez do sistema financeiro, na medida em que representará, materialmente, o lastro de recursos a serem utilizados tanto pelas empresas quanto pelos governos para a realização de investimentos destinados, respectivamente, à implementação de melhorias nas atividades desenvolvidas pela iniciativa empresarial, quanto para a execução de ações sociais voltadas à manutenção dos direitos fundamentais dos cidadãos.

A estabilidade e a solidez de um sistema financeiro estão atreladas, neste cenário, ao equilíbrio entre os gastos (tanto no que se refere à quantidade destes gastos quanto à própria adequação – ou não – de sua destinação) que serão realizados pelos atores econômicos e a captação de recursos para a formação de poupança.

### **3. AS SEGMENTAÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO**

Inegável é que sempre haverá fluxo financeiro entre os agentes que precisam de recursos e agente que têm recursos disponíveis para investimento. O sistema financeiro, então, representa o ambiente no qual, pela atuação de um conjunto de instrumentos e instituições financeiras, seriam criadas condições de viabilização do fluxo de recursos entre poupadores e tomadores (NEWSLAND JUNIOR, 2015). O sistema financeiro brasileiro encontra-se segmentado em quatro mercados, sendo eles o mercado monetário, o mercado de crédito, o mercado de câmbio e o mercado de capitais.

O mercado financeiro é aquele utilizado, em resumo, para operações de curtíssimo prazo, usualmente realizadas entre os próprios bancos, lastreadas em títulos públicos federais e que, mediante atuação do Banco Central, visam controlar a liquidez

da economia nacional. O mercado de câmbio é aquele em que ocorrem as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional, havendo intermediação por meio do sistema bancário, corretoras e casas de câmbio, sendo marcado, outrossim, pela atuação direta do Banco Central que deve atuar para fazer valer os parâmetros de sua política cambial.

O mercado de crédito é aquele em que as instituições financeiras, fazendo uso do recurso dos agentes superavitários, disponibilizam aos agentes deficitários acesso a estes recursos, sendo remunerada pelo *spread*, o qual, segundo leciona a Comissão de Valores Mobiliários (2014, p. 32) é o resultado “da diferença entre seu custo de captação e o que cobram dos tomadores”.

Finalmente, há o mercado de capitais, no qual os superavitários encontrarão um ambiente suficientemente adequado para a disponibilização de seus recursos diretamente em favor dos tomadores e as intervenientes neste processo, em especial as corretoras, ao seu turno, não assumirão qualquer risco pela operação e pelo adimplemento das obrigações assumidas pelos tomadores, atuando, portanto, como verdadeiras prestadoras de serviços. O mercado de capitais estrutura-se ao redor dos valores mobiliários, sendo que, “na relação que se estabelece no mercado de capitais, os investidores que, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos, que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados de valores mobiliários” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 35).

Há assunção de risco por parte dos poupadores que e deparam com a possibilidade de ganhos superiores aos disponibilizados pelos negócios realizados no mercado de crédito (em que as instituições financeiras centralizam o risco), mas assumem os riscos do empreendimento. Em verdade, o que se observa na realidade empresarial é a utilização dos mecanismos de emissão e negociação de valores mobiliários como o grande instrumento para a capitalização das empresas, ensinando Tomazette (2018, p. 446):

São os valores mobiliários que tornam a sociedade anônima o grande instrumento do capitalismo, dada a possibilidade de uma reunião, por meio deles, de uma grande quantidade de capitais, imprescindível à realização de grandes empreendimentos. Sem o mecanismo possibilitado pelos valores mobiliários, a obtenção de tais recursos seria muito penosa (juros elevados, dificuldades de crédito...) ou seria até mesmo inviável.

Logo, imprescindível que o Estado, enquanto ente interessado na circulação de valores, na solidez do mercado e na própria formação de poupança, atue de maneira eficiente na criação de normas, mecanismos e órgãos reguladores capazes de otimizar as negociações de valores mobiliários, o que deverá ocorrer em um ambiente adequado e

que outorgue a segurança esperada pelos atores econômicos envolvidos, como forma de buscar o fortalecimento do sistema financeiro.

#### **4. A FORMATAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O INTERVENCIONISMO ESTATAL**

Nos anos de 1940, sob a égide do governo do então presidente Getúlio Vargas, em vista das condições propícias ao desenvolvimento econômico decorrentes da segunda guerra mundial, foi editado o Decreto Lei 2627/1940, regulando as atividades das sociedades por ações, dividindo o capital em ações ordinárias e preferenciais. Na década de 1960 a economia brasileira se lastreava na larga exportação de café, operação esta que acarretava a obtenção de considerável parte das receitas advindas do comércio exterior brasileiro, sendo seguida pela crescente expansão demográfica resultante do crescimento da indústria de transformação, cuja concentração ocorria cada vez mais nas grandes cidades.

Batia à porta a oportunidade de, por meio de uma reestruturação do mercado de capitais, buscar-se a obtenção de recursos por cadernetas de poupança e letras imobiliárias para a realização de investimentos em infraestrutura, alavancando-se a construção civil. Nesta banda, foi promulgada em 1964 a Lei federal 4.595, que dispunha sobre a Política e Instituições Monetárias e criava o Conselho Monetário Nacional; e em 1965, a Lei federal 4.728/65, denominada Lei do Mercado de Capitais que buscava a definição de parâmetros para estruturação e funcionamento do mercado de capitais e atribuía ao Banco Central a tarefa de sua regulação.

No aspecto legal, foram editadas (i) a nova lei das sociedades anônimas, Lei federal 6.404/1976, com o objetivo de fortalecer a empresa nacional, garantir maior segurança aos acionistas minoritários, o que visava recuperar a confiança do investidor; e (ii) a lei 6.385/76, que, além de dispor sobre o mercado de valores mobiliários, criava o órgão para a fiscalização do mercado, a COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Referida lei possui viés de regulação, calcando-se no princípio da transparência, sob influência das norte-americanas *Securities Act*, de 1933 (que intervinha diretamente para a proteção do investidor) e *Securities and Exchange Act*, além da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, criadas no ano de 1934.

Pode ser observada a existência de uma forte intervenção estatal no sistema financeiro, a qual, segundo FERREIRA (2005) possui por finalidades (i) assegurar a

eficiência do funcionamento dos mercados, o que enseja diminuição do custo do dinheiro e a sustentabilidade d oferta de crédito; (ii) estimular a formação de poupança; (iii) assegurar a solvabilidade do sistema financeiro por meio da liquidez dos intermediários financeiros; (iv) assegurar a competitividade, afastando dúvidas acerca da prática de atos contrários à sanidade do mercado; (v) evitar o abuso de poder por parte de agentes que, por seu vulto de atuação, tenha condições de manipular o mercado pela imposição de sua vontade sobre a de outros agentes; e, por fim, (vi) a proteção do investidor, mediante a criação de mecanismos que demonstrem ser o mercado confiável.

É do interesse da coletividade a criação de normas e regulação capaz de gerar um mercado transparente, propício a que os investidores sintam-se seguros para disponibilizar seus recursos mediante a emissão de valores mobiliários por parte dos tomadores, daí que CANTIDIANO (1996, p.25), defendendo a necessidade de que haja regulação do mercado de capitais, como elemento necessário para a criação da relação de confiança necessária ao seu desenvolvimento saudável e sustentável:

Daí por que, mesmo entre aqueles que defendem a livre iniciativa, é aceita e implementada a tese de que, em circunstâncias especiais, deve o Estado, em defesa da poupança popular, e para preservar a credibilidade de determinado segmento da economia, que tem relevante função a cumprir, interferir no seu funcionamento, estabelecendo regras que cerceiam a participação dos agentes econômicos naquele setor da atividade econômica e, mais que isso, que impõem (aos que são admitidos a participar das atividades referidas) restrições no comportamento que deve ser adotado no encaminhamento dos negócios que pretendem realizar.”

A criação de mecanismos capazes de trazer a segurança e a transparência esperadas pelos investidores se mostra absolutamente imprescindível, na medida em que, ao haver insegurança ou falta de regras claras de mercado, o agente superavitário buscará outros mercados para a realização de seus negócios, acarretando os efeitos nocivos da evasão de recursos da economia e, conseqüentemente, do enfraquecimento do sistema financeiro.

## **5. A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada com o viés regulatório do mercado de capitais, sob a forma de “autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica”, nos

termos do artigo 5º do referido diploma legal<sup>4</sup>. A base constitucional de sua atuação, outrossim, assenta-se no artigo 174 da Constituição Federal<sup>5</sup> e seu poder normativo está lastreado na disposição do artigo 8º, I da lei 6.385/76, o qual dispõe acerca do poder da CVM para, observando os parâmetros normativos emanados pelo Conselho Monetário Nacional, regular as matérias previstas no diploma legal que o criou e na lei 6.404/76 (WELLISCH e SANTOS, 2010).

As atribuições da CVM encontram-se descritas a partir do artigo 4º da lei 6.385/76 e suas competências restaram delineadas nos incisos do artigo 8º do mesmo diploma legal. Fazendo um apanhado da preceituação dos acima apontados artigos legais, acerca das competências e atividades da CVM assentou Cantidiano (2005, p. 38):

Compete à CVM (a) regulamentar as matérias expressamente previstas na Lei 6.385/76 e na lei das sociedades por ações, (b) administrar os registros instituídos pela Lei 6.385, (c) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, inclusive quanto à divulgação de informações e (c) fiscalizar as companhias abertas, priorizando aquelas que não apresentem lucro ou não paguem os dividendos obrigatórios.

Toda atividade do órgão regulador tem como finalidade (a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, (b) promover e assegurar a expansão e funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, (c) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra (i) emissões irregulares de valores mobiliários, contra (ii) atos ilegais dos administradores e controladores das companhias e administradores de carteira e (iii) contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado, (d) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado e (e) assegurar observância de práticas comerciais equitativas no mercado.

A análise das previsões legais dispostas na lei de criação da CVM admite concluir que a CVM possui, em princípio, funções consultiva, fiscalizadora, registraria, de fomento e regulamentar. A função consultiva decorreria da atribuição inculpada no artigo 13 da Lei 6.385/76<sup>6</sup>, enquanto que seu papel fiscalizador decorreria da atuação junto aos agentes do mercado na busca de outorgar proteção aos investidores e gerar confiança ao

---

<sup>4</sup> A atual redação do artigo 5º da Lei 6385/76 é dada pela lei 10.411/2002, nos seguintes termos: “Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.” No entanto, a redação legal original era a seguinte: “Art . 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda.”

<sup>5</sup> Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

<sup>6</sup> Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.



mercado, para o que, outrossim, exerce poder punitivo, no âmbito de processo administrativo pautado pelo contraditório e ampla defesa, consoante previsão dos artigos 9º, V e VI e 11 da Lei 6.385/76.

A função registral reside na imperiosa atuação da CVM para o registro das sociedades abertas (art. 16, § único da Lei 6.385/76) e os próprios valores que serão emitidos (art. 19 do mesmo códex) e a função de fomento decorre de sua atuação por meio de eventos para fomentar o mercado de capitais. Por fim, no que tange à função de regulamentação, cabe à CVM a tarefa de regulamentar as previsões legais insculpidas nas leis 6.385/76 e 6.404/76, a fim de criar e manter um mercado competitivo, eficiente, confiável e livre, sendo-lhe vedado, este sentido, a criação de direitos e deveres não existentes nos referidos diplomas legais na tarefa de tutelar o mercado de capitais (TOMAZETTE, 2018, p. 449).

## **6. A CAPTAÇÃO COLETIVA DE RECURSOS E A INSTRUÇÃO NORMATIVA CVM 588/2017**

A fim de se chegar à análise da legislação atualmente existente acerca da captação coletiva, necessário, em primeiro momento, observar que a redação original da Lei 6.385/76 trazia em seu artigo segundo o rol exaustivo do que entendia por valores mobiliários, sujeitos, então, ao regime do referido diploma legal, sendo eles as ações, partes beneficiárias e debêntures, cupons desses títulos e os bônus de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários e, por fim, outros títulos criados pelas sociedades anônimas. A Lei federal 10.303/2001 albergou uma nova redação ao artigo segundo da Lei 6.385/76, ampliando sensivelmente o rol dos valores mobiliários sujeitos à regulamentação da CVM, nos seguintes moldes:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
  - II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
  - III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
  - IV - as cédulas de debêntures;
  - V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
  - VI - as notas comerciais;
  - VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
  - VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;
- e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Para os fins propostos ao presente trabalho, necessário atentar aos termos do inciso IX do acima transcrito artigo segundo da Lei 6.385/76, na medida em que este deixou claro que, em havendo oferta pública, “quaisquer títulos ou contratos de instrumento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração” que venham a rendimentos decorrentes do “esforço do empreendedor” serão considerados valores mobiliários sujeitos à regulamentação da CVM.

No exercício de sua já abordada função registral, caberá à CVM, nos termos dos artigos 19 e 21 da Lei 6.385/76, via de regra, proceder ao registro do emissor de valores mobiliários, da distribuição e da oferta pública de valores, sempre a fim de trazer transparência a mercado e segurança aos investidores. E, além disso, a oferta pública deverá ser intermediada por instituição integrante do sistema estabelecido no artigo 15 da mesma Lei, devendo a emissão pública seguir, necessariamente, a preceituação do referido dispositivo legal, conforme preceituação do artigo 19, § 4º da Lei 6.385/76.

Contudo, a fim de não gerar engessamento ao mercado a própria lei admite a possibilidade de dispensa de registro de oferta, assim como do emissor dos valores, consoante disposições do artigo 19, § 5º, I e 21, § 6º, I, cabendo à CVM, no exercício de sua função regulamentar, então, atuar de maneira a regular as situações em que referidas dispensas poderiam ser realizados. Nesta senda, (i) por meio da Instrução Normativa n.º 400 de 29/12/2003, a CVM, no artigo 5º, III da dita norma, regulou a dispensa automática de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizados por empresas de pequeno porte e microempresas<sup>7</sup> e observados os requisitos estabelecidos nos parágrafos quarto a oitavo<sup>8</sup> do referido dispositivo, cuja redação fora, ao seu turno,

---

<sup>7</sup> desde que atendido o enquadramento da Lei Complementar 123 de 14 de dezembro de 2006

<sup>8</sup> § 4º A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III do caput para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada ao volume máximo de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses.

§ 5º A emissora deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a faculdade de dispensa de registro de que trata o inciso III do caput na forma do Anexo IX.

§ 6º A comunicação de que trata o § 5º deve ser encaminhada por meio da página da CVM na rede mundial de computadores.

§ 7º Qualquer material utilizado pelo ofertante nas ofertas de que trata o inciso III do caput deve:

I - conter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro; e

II - ser escrito em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os leitores para os riscos do investimento.

§ 8º O material mencionado no § 7º deve conter, em destaque:

I - menção de que se trata de material publicitário; e

dada pela Instrução CVM n.º 482/2010; e (ii) por meio da Instrução CVM n.º 480 de 2009, em seus artigos 7º, IV e V, regulou a dispensa das empresas de pequeno porte e microempresas do registro do emissor dos valores mobiliários.

Estas medidas, evidentemente, buscavam propiciar condições para a aproximação das microempresas e pequenas de pequeno porte do mercado de capitais, possibilitando que as mesmas passassem a ter acesso mais facilitado aos investidores, fomentando assim, suas atividades e o desenvolvimento econômico. Neste sentido, extremamente relevante ter em mente que, conforme informações publicadas pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – Sebrae<sup>9</sup>, as micro e pequenas empresas, no ano de 2011, representaram “nas atividades de serviços e de comércio, respectivamente, 98% e 99% do total de empresas formalizadas”. Vale dizer, a participação destas empresas na economia é extremamente relevante e, por isso, a criação de condições de seu fomento, por meio de sua gradativa atuação no mercado de capitais, somente fortaleceriam o desenvolvimento econômico nacional.

Paralelamente a isso, é inegável que os avanços tecnológicos propiciaram um tráfego extremamente rápido e intenso de informações entre os diversos atores sociais e, evidentemente, inobstante, conforme visto, grande parte das empresas nacionais serem enquadradas nas condições de micro e pequenas empresas, as quais, por dificuldades inerentes a seu porte econômico, deparam-se com severas dificuldades de obtenção de crédito para o fomento de suas atividades, inclusive pelo elevado risco oriundo de sua operação, manifestamente incipiente. Acerca da determinante influência dos avanços tecnológicos sobre o tráfego comercial, Ragil (2017, p. 21), assenta:

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

---

II - a seguinte frase “A PRESENTE OFERTA FOI DISPENSADA DE REGISTRO PELA CVM. A CVM NÃO GARANTE A VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELO OFERTANTE NEM JULGA A SUA QUALIDADE OU A DOS VALORES MOBILIÁRIOS OFERTADOS”.(NR)

<sup>9</sup><https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Participacao%20das%20micro%20e%20pequenas%20empresas.pdf>, página 7

Diante de dificuldades de captação de recursos e rápido fluxo de relações interpessoais, a possibilidade de captação coletiva de recursos por meio de plataformas digitais, na modalidade de *crowdfunding* surgiu como alternativa a este cenário tratando-se de “mecanismo consistente em uma forma de captação de recursos de número indeterminado de pessoas, no ambiente da internet, com o fim de compor o capital inicial de uma empresa” (MELLO, MENDES, 2016, p. 3). Nos termos assentados por Kirby e Worner (2014), “Crowd-funding é um termo abrangente para descrever o uso de pequenas quantias de dinheiro, obtidas de um grande número de indivíduos ou organizações, para financiar um projeto, um negócio ou um empréstimo pessoal, e outras necessidades, por meio de plataforma digital.”<sup>10</sup>”. E, neste sentido, ainda é relevante trazer que SIQUEIRA e DINIZ (2017, p. 2) definem que

*Crowdfunding* é o financiamento de um projeto por um grupo independente de indivíduos, realizado por meio da internet sem intermediários profissionais. (Schwienbacher & Larralde, 2012). Para os autores, os intermediários profissionais são os bancos, os fundos de “venture capital” e os investidores anjo. A definição de Mollick (2014), corrobora, pois para o autor, Crowdfunding é a junção de pequenos valores (Funding), a partir de muitos financiadores (Crowd), viabilizados por meio da Internet e sem um intermediário financeiro padrão.

Portanto, diversas espécies de negócios podem ser realizados a partir do modelo crowdfunding, sendo os mais comuns aqueles destinados aos negócios jurídicos de doação, compra e venda futura, mútuo e aquisição de valores mobiliários (respectivamente, *donation-based; reward based; debt-based; e investment-based crowdfunding*) (RAGIL, 2017, p. 48)<sup>11</sup>, sendo que interessa de maneira imediata a este trabalho, a última modalidade aludida. A CVM, por meio do Edital de Audiência Pública SDM n.º 06/16, identificou, ao analisar a evolução histórica brasileira acerca da captação coletiva de recursos, que:

Cerca de uma década se passou até que esse regime passasse a ser reiteradamente utilizado por grupos de empreendedores que estabeleceram plataformas no Brasil e buscaram viabilizar o que se costuma referir como “**equity crowdfunding**” (por vezes também denominado “investimento

---

<sup>10</sup> No original: “Crowd-funding is an umbrella term describing the use of small amounts of money, obtained from a large number of individuals or organisations, to fund a project, a business or personal loan, and other needs through an online web-based platform”

<sup>11</sup> No mesmo sentido TERRA (2018) para quem “Há diferentes modelos de crowdfunding em uso no mercado brasileiro, a saber: crowdfunding de doação, crowdfunding de recompensa, crowdfunding de pré-venda, crowdfunding de empréstimo e crowdfunding de investimento. Não se trata, todavia, de modelos estanques e taxativos; os agentes envolvidos, com base na autonomia privada, podem criar outros arranjos consoante seus interesses, a fim de melhor implementar o projeto desejado.”

coletivo”, “colaborativo” ou ainda “participativo”). Isso passou a ocorrer, fundamentalmente, pela utilização de páginas eletrônicas (“plataformas digitais” ou “postais”) na rede mundial de computadores, onde são ofertadas participações (ou títulos eventualmente conversíveis em participações) em empresas inovadoras em fase inicial de atividade (startups).

De outro lado, em pesquisa realizada no ano de 2015, a CVM constatou que os maiores receios observados por investidores interessados em realização de negócios por meio do *invested-based crowdfunding* seria o risco de fraude, de fracasso no negócio, assim como a ausência de informações fidedignas acerca do andamento do negócio. FONSECA (2018) aponta que a realização de investimentos em empresas embrionárias enfrenta recorrentemente três problemas, sendo eles as incertezas, a assimetria de informações e os custos de agência:

As incertezas são autoexplicativas, no sentido de que as empresas que estão recebendo investimentos ainda estão em estágio inicial e os investidores não têm nenhuma referência significativa para analisar o seu potencial sucesso (IBRAHIM, 2015, p. 573). A assimetria de informações, por outro lado, é uma consequência destas incertezas. O empreendedor, por ser núcleo central da empresa, possui muito mais informações sobre esta do que o investidor (IBRAHIM, 2015, p. 573). Como já se viu, os dados disponibilizados aos investidores nas plataformas não são necessariamente suficientes para que se possa avaliar todos os aspectos da empresa, principalmente se levarmos em consideração que todo o processo de investimento é feito por meio da Internet sem nenhum contato pessoal entre eles (exceto pelo canal de comunicação disponibilizado pela própria plataforma). Isso é diferente, por exemplo, de um investimento realizado por fundos de venture capital ou investidores-anjo, os quais costumam ter uma relação bem mais próxima com os empreendedores e com o desenvolvimento do negócio.

Referidos riscos deveriam ser mitigados mediante uma atuação regulatória por parte da CVM que estivesse mais aproximada da realidade desta espécie de negócio e do perfil dos investidores e dos tomadores de recursos. Analisando mais detidamente a assimetria de informações, o instrumento via de regra adotado para seu enfrentamento é a *due diligence*. No entanto, providências como esta são ínsitas à atividade de investidores profissionais e experientes, contrastando ao perfil das empresas que recorrerão ao *crowdfunding* para alavancar sua atividade. SIQUEIRA e DINIZ (2017, p. 4) apontam que a assimetria de informações pode levar a três falhas de mercado, sendo elas:

a) Seleção Adversa: uma vez que o investidor não tem informações sobre o projeto e não tem competência ou recursos para fazer *due diligence*, ele acaba descontando o valor do aporte e, nesse caso, os empreendedores que tem projetos de alta qualidade podem decidir não fazer captação via esse modelo, um vez que o valor do aporte não é considerado justo:

b) Risco moral: uma vez que o recurso tenha sido captado, pode ser que o empreendedor não coloque seus esforços para atingir o objetivo combinado e, o investidor não terá como força-lo. Os contratos, nesse caso, são baseados em boa fé, mas a probabilidade (sic) de o risco moral ocorrer pode impedir que investidores realizem aportes.

c) Ação coletiva: sendo a informação desbalanceada entre investidor e empreendedor, a sinalização e os investimentos iniciais feitos pelos primeiros investidores é tratado como informação da qualidade do projeto. Entretanto, se todos os investidores adotarem a postura de observadores, que vão investir pós sinalização, a campanha pode não obter sucesso.

Deste modo, a utilização de plataformas digitais pode levar à mitigação da assimetria de informações na medida em que maiores informações poderão ser levadas ao conhecimento dos interessados, o que, outrossim, contribuirá na redução dos custos de transação, em que pese, de outro lado, ser discutível a subsunção da condição legal da plataforma digital à do prestador de serviço tipificado no artigo 3º, § 2º do Código de Defesa do Consumidor, o que, ao atrair a incidência da legislação consumerista à intermediação, poderá tanto propiciar a redução de custos de transação inerentes ao cumprimento do dever de informação (art. 4º, IV do Código de Defesa do Consumidor), reduzindo as hipóteses de assimetria quanto, de outro lado, onerar a atividade, dado o risco de responsabilização dos provedores da plataforma digital. Há de prevalecer o entendimento, consistente com os princípios gerais que regem a internet no Brasil (em especial o Marco Civil da Internet, artigo 3º, VI), de que a plataforma não tem responsabilidade pelos danos causados na relação entre investidores e beneficiário (nesse sentido, v. LIMA, 2019)<sup>12</sup>.

Neste cenário, foi publicada em 13 de julho de 2017 a Instrução CVM n.º 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”, a qual, assim, não visou regulamentar todas as modalidades de captação coletiva de recursos, já anteriormente abordadas<sup>13</sup>, mas somente aquelas que envolvam a apresentação do negócio em portal da *internet*, a grande número de pessoas na condição de possibilidade de realização de investimentos em troca da obtenção de participação, parceria ou remuneração.

---

<sup>12</sup> Nas palavras da autora: “Conforme já demonstrado, a relação no tópico “Responsabilidade da plataforma – SaaS” restou comprovada que não há responsabilização da plataforma em face dos investidores por estes agirem como meros intermediários da relação, e que a relação da plataforma com o beneficiário é somente se ocorrer um ilícito pelas partes ante a peculiaridade do contrato firmado entre eles, qual seja, de prestação de serviço. Porém, temos que verificar a relação obrigacional existente do investidor com o empreendedor e vice-versa.”

<sup>13</sup> Conforme expressa exclusão albergada no § 2º do artigo 1º e § 1º, I e II do Art. 2º da Instrução CVM 588/2017.

Este suporte fático se subsume à hipótese legalmente inculpada no artigo 2º, IX da Lei 6.385/76, que tipifica a hipótese do que é denominado globalmente de *invested-based crowdfunding*. De outro lado, se a contrapartida oferecida pelo tomador se restringir à emissão de títulos de participação, estar-se-á diante da hipótese do *equity-crowdfunding*; ambas, frise-se, encontram-se sob o pálio da Instrução CVM 588. Segundo TERRA (2018):

O modelo de crowdfunding de investimento também apresenta desenvolvimento tímido no Brasil tendo em vista, sobretudo, que sua regulamentação ocorreu apenas em julho de 2017, por meio da já referida Instrução CVM 588. Embora esta modalidade de crowdfunding já fosse praticada, diante da ausência de regulamentação, estava restrita a empresas que se enquadrassem nas regras do Simples, ou seja, que tivessem faturamento de até R\$ 3,6 milhões ao ano. Com a Instrução CVM 588, passaram a poder realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários por intermédio de plataforma eletrônica de investimento participativo as sociedades empresárias de pequeno porte, assim entendida, de acordo com o artigo 2º, inciso III, aquela “constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM”.

São três as figuras principais do negócio jurídico envolvendo o investimento participativo: “o Beneficiário ou Empreendedor; O Intermediário ou “Plataforma”; e o Público ou Investidores” (LIMA, 2019). Todas as três figuras são regulamentadas pela Instrução Normativa n. 588 da CVM.

Nos termos do artigo 1º da instrução em testilha, denota-se estar abarcada a oferta pública de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de “pequeno porte” cujo registro junto à CVM está dispensado, ao contrário do que ocorre com a “plataforma eletrônica de investimento participativo”<sup>14</sup>, cuja atuação, justamente para propiciar transparência e segurança ao mercado e aos investidores, deverá estar devidamente registrada junto à CVM, consoante previsão do artigo 13 da mesma norma.

É extremamente relevante notar que a norma em análise, de plano, desconstitui premissa até então albergada na Instrução CVM 400/2003, a qual, nos termos de seu já abordado artigo 5º, III, assegurava a dispensa de registro de emissão de valores mobiliários para empresas de pequeno porte e microempresas que, assim, deveriam

---

<sup>14</sup> Nos termos do artigo 2º, II da Instrução 588/2007, a plataforma eletrônica de investimento participativo é “a pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores;”

atender aos parâmetros de faturamento estabelecidos na da Lei Complementar 123 de 14 de dezembro de 2006, o que excluía sumariamente a possibilidade de qualificação, nesta espécie, de sociedades por ações. Ao assentar no artigo 1º da Instrução CVM 588/2017 que a norma é aplicável a “sociedades empresárias de pequeno porte”, o legislador infralegal deslocou o critério eletivo para o porte da empresa e não mais para o tipo societário sob o qual está ela constituída, definindo o destinatário da norma, expressamente, nos moldes do art. 2º, III da Instrução CVM 588/2017 como sendo a “sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior”, além de que, não pode ser a referida empresa registrada perante a CVM na condição de emissor de valores mobiliários.

Trata-se de manifesto avanço da legislação sob o aspecto de se buscar trazer a normatização acerca da captação pública de recursos por meio do *invested-based crowdfunding* para parâmetros mais próximos da realidade e das demandas dos empresários que efetivamente alavancarão seus negócios por meio desta espécie de captação de recursos.

Outro ponto bastante relevante atine ao fato de que, nos termos do artigo 5º, § 4º da Instrução CVM 400/2003, com redação dada pela Instrução CVM 482/2010, a oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por empresas de pequeno porte e microempresas, até o importe anual de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) estaria dispensada de registro. Referido valor também foi revisto pelo órgão normativo que, nos termos do artigo 3º, I da Instrução CVM 588/2017, estabeleceu a dispensa automática da oferta pública de distribuição de valores para captação de até R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) anuais.

Também do ponto de vista dos investidores, a Instrução CVM 588/2017 denomina o conjunto dos investidores individuais de um projeto de “sindicato” e o investidor inicial de “investidor-líder”. Segundo o artigo 4º, para o líder e para o investidor qualificado (experiente em investimentos) não há estipulação de limites. Porém, para aqueles com renda bruta anual ou valor em investimentos financeiros superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais). há o limite de investimentos em crowd-funding, correspondente a 10% (dez por cento) do maior dentre esses dois valores (renda anual ou valor em investimentos financeiros). Dada a relevância da disseminação dessa forma de investimento a pequenos poupadores, para todos os demais investidores o limite ficou estipulado em R\$ 10.000,00 (dez mil reais).



## 8. CONCLUSÃO

A pergunta realizada no início deste trabalho, se a legislação precedente à Instrução 588/2017 seria suficiente ou mesmo adequada para a regulação da captação coletiva de recursos, parece, neste momento, poder ser respondida. Ainda que a fonte legal para o *crowdfunding* resida no artigo 2º, IX da Lei 6.385/76, é certo que, no exercício de seu poder regulamentador e, na busca de ofertar condições propícias ao desenvolvimento saudável e sustentável do mercado de capitais, a CVM não poderia se furtar à tarefa de estudar detidamente o dinamismo das relações negociais e suas repercussões no mercado de capitais.

Conforme demonstrado ao longo deste artigo, na medida em que, no ano de 2011, as micro e pequenas empresas representavam, respectivamente, 98% ao se tratar de atividades de serviços e 99% ao se tratar de comércio, do total de empresas formalizadas, fatores como a necessidade de aproximação dessa espécie de empreendedores ao mercado de capitais, facilitando-lhes a obtenção de recursos mediante a emissão de valores mobiliários, conjugada à sempre existente obrigação da CVM em atuar no sentido de proteger os investidores e propiciar um ambiente seguro para a realização das transações mobiliárias, levou à revisão da legislação infralegal, cujas principais alterações tenderão a efetivar os objetivos propostos.

Ou seja, a legislação anterior se mostrava insuficientemente adequada para abarcar o *crowdfunding* e era dotada de amarras que impediam a criação de um ambiente de estímulo a esta espécie de atuação no mercado mobiliário. De outro lado, a nova legislação, espelhada pela Instrução CVM 588/2017, também se manifestou em uma questão bastante relevante, na medida em que as plataformas digitais, responsáveis pela distribuição das ofertas públicas de valores, ou seja, pela intermediação, deverão ser devidamente registradas junto à CVM, consoante artigo 13 da Instrução CVM 588/2017, o qual, outrossim, estabelece requisitos mínimos para a atuação da plataforma, de maneira a preservar a solidez do mercado e proteção a todas as partes envolvidas.

Sinal do sucesso da regulamentação foi o expressivo aumento dos recursos captados por esse mecanismo. A CVM informa que o “total captado nas ofertas registra alta de mais de 451% de 2016 a 2018”, em afirmação sobre a adequação da

regulamentação trazida pela Instrução em comento.<sup>15</sup> A doutrina, no geral, reconhece as vantagens da regulamentação feita pela CVM (v. DUARTE, 2019).

Logo, pode-se dizer que a Instrução CVM 588/2017 espelha uma atuação necessária, concreta e positiva do órgão regulador do mercado de capitais, atenta à necessidade de adaptação da norma à realidade de novos modelos de negócios marcados pelo dinamismo e sempre diligente para que tais novidades sejam introduzidas no sistema financeiro brasileiro de maneira lúdima e segura.

---

<sup>15</sup> <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190429-1.html>

## REFERÊNCIAS

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Edital de Audiência Pública SDM N° 06/2016. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm0616.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html). Acesso em 22 de janeiro de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n° 480, de 7 dezembro de 2009 com as alterações introduzidas pelas instruções CVM N° 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17, 588/17, 595/18, 596/18, 600/18, 603/18 E 604/18. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>. Acesso em 25 de janeiro de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n° 482, de 5 de abril de 2010. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst482.pdf>. Acesso em 25 de janeiro de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n°. 588, de 13 de julho de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n°. 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid.pdf>. Acesso em 25 de janeiro de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro, 3ª edição, Rio de Janeiro, 2014. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 19/12/2018.

BRASIL. Presidência da República. Decreto-Lei N° 157, de 10 de fevereiro de 1967. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm). Acesso em 21/01/2019.

BRASIL. Presidência da República. Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LCP/Lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp123.htm) >. Acesso em: 21 de janeiro de 2019.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 4.595, de 1964. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm) >. Acesso em: 21 janeiro de 2019.

BRASIL. Presidência da República. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm) >. Acesso em: 21 de janeiro de 2019.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Regulação e Desenvolvimento no Mercado de Capitais. Estudos de Direito Societário. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1996, p. 25.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Papel regulador da CVM. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v.8, n.27, p.38-41, jan./mar. 2005.

CASTRO, Andressa; OPUSZKA, Paulo Ricardo. Sistema financeiro nacional e agricultura familiar: inovações, benefícios e limites ao cooperativismo de crédito. Revista Juridica, [S.l.], v. 3, n. 32, p. 422-453, dez. 2013. ISSN 2316-753X. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/695/521>>. Acesso em: 24 abr. 2020. doi:<http://dx.doi.org/10.21902/revistajur.2316-753X.v3i32.695>.

DUARTE, Pauleandro. Crowdfunding de Participação: Regulação pela CVM no Direito Brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 85, p. 89 – 108, jul./set. 2019.

FERREIRA, Gabriel Jorge. A estrutura normativa e de supervisão do sistema financeiro nacional. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, SP, v. 8, n.28, p. 31 - 39, abr/jun. 2005.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. Lições de direito econômico. 9. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Forense, 2016.

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

FRANCO, Julio Damazio de Barroso. A auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. 2008. 66 f. Monografia (Conclusão do Curso de Direito) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/12009/12009.PDF> Acesso em: 28 set. 2016. Acesso em 10/01/2019.

[HTTP://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOSASXFT5/disserta\\_ao\\_final\\_\\_\\_revisada.pdf?sequence=1](http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOSASXFT5/disserta_ao_final___revisada.pdf?sequence=1). Acesso em 09/01/2019.

[HTTP://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/estudos/pesquisas/Relatorio\\_Pesquisa\\_Crowdfunding\\_Julho\\_2015\\_editada\\_para\\_Blog.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/estudos/pesquisas/Relatorio_Pesquisa_Crowdfunding_Julho_2015_editada_para_Blog.pdf). Acesso em 22/01/2019.

KIRBY, Eleonor; WORNER, Shane. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*. 2014.

LIMA, Lindamaria. Crowdfunding: Aspectos Jurídicos e os Limites da Responsabilidade Civil. Revista de Direito e as Novas Tecnologias, v. 4, jul./set 2019.

MELLO, Patricia Alencar Silva; MENDES, Leilani Dian. Equity Crowdfunding - Solução de investimento para constituição de Pequenas e Médias Empresas? Disponível em <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=cddda763c373ae05>. Acesso em 15/01/2019.

NEWLANDS JUNIOR, Carlos Arthur. Sistema financeiro e bancário. 5. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO, 2015.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário. 196f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade federal de Minas Gerais, 2017.

RIBEIRO, José Claudio Junqueira; VASCONCELOS, Samuel Duarte. Instrumentos econômicos de incentivo a participação popular na requalificação das cidades pelo uso residencial de energia solar no contexto urbano: sustentabilidade, problemáticas e alternativas. Revista Juridica, [S.l.], v. 1, n. 42, p. 164 - 178, fev. 2016. ISSN 2316-753X. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/1489/1018>>. Acesso em: 24 abr. 2020. doi:<http://dx.doi.org/10.21902/revistajur.2316-753X.v1i42.1489>.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). O que é Análise Econômica do Direito: uma introdução. 2ª ed. Belo Horizonte. Fórum, 2016.

SANTOS, Douglas de Oliveira; TORRES, Rafael Lima; RODRIGUES, Maria Lucia de Barros. A regulamentação do programa de compliance pelo direito brasileiro, como ferramenta capaz de auxiliar as empresas no cumprimento de sua função social. Percurso, [S.l.], v. 2, n. 17, p. 333-349, ago. 2015. ISSN 2316-7521. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/percurso/article/view/1787/1175>>. Acesso em: 24 abr. 2020.

SEBRAE, SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. Participação das Micro e Pequenas Empresas na Economia Brasileira. Disponível em <https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Estudos%20e%20Pesquisas/Participacao%20das%20micro%20e%20pequenas%20empresas.pdf>. Acesso em 15/01/2019.

SIQUEIRA, Érica Souza; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity Crowdfunding no Brasil: Características Dessa Modalidade De Investimentos, Novos Aspectos Regulatórios e o Perfil do Investidor. 15p. In XX SEMEAD SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO. 2017. São Paulo. Disponível em [https://www.researchgate.net/profile/erica\\_siqueira/publication/323014007\\_equity\\_crowdfunding\\_no\\_brasil\\_caracteristicas\\_dessa\\_modalidade\\_de\\_investimentos\\_novos\\_aspectos\\_regulatorios\\_e\\_o\\_perfil\\_do\\_investidor/links/5a8c7b9ea6fdcc786eafd5c6/equity-crowdfunding-no-brasil-caracteristicas-dessa-modalidade-de-investimentos-novos-aspectos-regulatorios-e-o-perfil-do-investidor.pdf](https://www.researchgate.net/profile/erica_siqueira/publication/323014007_equity_crowdfunding_no_brasil_caracteristicas_dessa_modalidade_de_investimentos_novos_aspectos_regulatorios_e_o_perfil_do_investidor/links/5a8c7b9ea6fdcc786eafd5c6/equity-crowdfunding-no-brasil-caracteristicas-dessa-modalidade-de-investimentos-novos-aspectos-regulatorios-e-o-perfil-do-investidor.pdf). acesso em 01/05/2019.

TAFURI, José Mário; JASLUK, Amábile. RESPONSABILIDADE CIVIL E DANO MORAL NO DIREITO CONSUMERISTA. *Percurso*, [S.l.], v. 4, n. 23, p. 151-174, maio 2018. ISSN 2316-7521. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/percurso/article/view/2733/371371456>>. Acesso em: 24 abr. 2020.

TERRA, Aline de Miranda Valverde. Notas Sobre O Crowdfunding No Direito Brasileiro. *Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM*, v. 13, n. 3, 1134-1160, 2018. Disponível em <https://periodicos.ufsm.br/revistadireito/article/view/31176>. Acesso em 01/05/2019.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário – volume 1*. 9. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

VIDOR, George. A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. Disponível em [http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM\\_40anos\\_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf](http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf). Acesso em 15/01/2019.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. A evolução do processo administrativo sancionador no âmbito da comissão de valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v.13, n.48, p. 53 - 80, abr./jun 2010.