Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Curso de Graduação em Ciências Contábeis

TEÓFILO MENEZES MACEDO

OS DESAFIOS DA CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR CROWDFUNDING:

Um estudo da regulação da modalidade de investimento

Brasília-DF
2021

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diego Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Teófilo Menezes Macedo

OS DESAFIOS DA CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR CROWDFUNDING:

Um estudo da regulação da modalidade de investimento

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília, como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa:

Impactos da Contabilidade na Sociedade

Orientadora:

Prof.ª Dra. Ducineli Régis Botelho

Brasília-DF
2021

Macedo, Teófilo Menezes

Os desafios da captação de recursos por crowdfunding: um estudo da regulação da modalidade de investimento / Teófilo Menezes Macedo - Brasília, 2021.

41 f.

Orientadora: Profª Dra. Ducineli Régis Botelho

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação - Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, 2021.

1. Crowdfunding. 2. Regulação. 3. Investimento

Teófilo Menezes Macedo

OS DESAFIOS DA CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR CROWDFUNDING:

Um estudo da regulação da modalidade de investimento

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte comissão examinadora:

_____

Prof.ª Dra. Ducineli Régis Botelho
Professora-Orientadora

_____

Prof. Dr. Abimael de Jesus Barros Costa
Professor-Examinador

Brasília - DF, 18 de maio de 2021.

Dedico esse trabalho as minhas avós: Joana e "vó bete", pessoas muito queridas e que agora estão no plano espiritual; essa vitória também é de vocês.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família pelo apoio, em especial: aos meus pais, Pericles e Nivânia, pela educação que recebi; a meu padrinho Mozart e minha avó Joana que sempre me deram força e acreditaram no meu potencial durante a fase do colégio e aprovação no vestibular, à tia Maria Helena pelo acolhimento e aprendizado quando precisei.

À minha companheira Gabi pelo carinho, apoio e compreensão em todos momentos, obrigado por aguentar minhas chatices e me amar sempre; e também a seus pais Paulo e Vilma por toda a força recebida, principalmente nos semestres mais puxados da faculdade.

À Universidade de Brasilía pela oportunidade e assistência fornecidas; esses anos que passei na instituição foram de muito crescimento: pessoal, espiritual e profissional. Sou muito grato por ter tido a oportunidade de estudar em uma universidade tão maravilhosa, não dá nem para descrever por palavras o que a UnB representa para mim.

À professora Dra. Ducineli por aceitar ser minha orientadora e pelo apoio no desenvolvimento do trabalho. Foi um grande privilégio ser teu aluno no primeiro semestre, ser seu orientando e ter participado dos seus projetos de extenção que tanto me inspiraram durante a trajetória do curso.

A todos os servidores da UnB que se dedicam a tornar a univerdade um ambiente melhor a cada dia, todos são muito especiais e maravilhosos.

E por fim agradeço ao grande arquiteto desse universo maravilhoso em que vivemos, Deus, que ainda pouco compreendo, mas que sempre nos momentos de angústia me mostrou o caminho para seguir em frente e vencer os obstáculos da vida.

RESUMO

O *Crowdfunding* é uma modalidade de financiamento que tem crescido muito no Brasil sendo praticado em todo mundo nas modalidades como: doação, recompensa, empréstimo e investimento. A finalidade das campanhas podem ser diversas, desde ajudar com doações, apoiar um artista ou até mesmo investir em empresas inovadoras. O objetivo dessa pesquisa é analisar a regulação do mercado de Crowdfunding de investimento no Brasil quanto ao alinhamento do interesse público. Ante isso, a metodologia do estudo se inspirou na técnica de análise de conteúdo, assim, foram utilizadas categorias a *priori* de fatores que influenciam no sucesso das campanhas de *Crowdfunding*, procurando verificar a observância desses fatores na Instrução da CVM n°588 de 13 de julho de 2017. Com isso, utilizando como subsídio teórico a Teoria da Agência e a Teoria da Regulação Contábil, verificou-se que a regulação do setor tem atendido ao interesse público. Essa conclusão se baseia tendo em vista a norma abranger a maior parte dos fatores que influenciam no sucesso das campanhas; ao trazer maior segurança ao investidor pela presença de atributos que podem evitar relevantes falhas de mercado e ao diminuir o conflito entre os agentes por reduzir a assimetria informacional e favorecer a comunicação entre investidores e a empresa. Apesar disso, verifica-se limitações na norma, como na categoria de "Liquidez", visto que ainda não se tem um mercado secundário regulamentado para se negociar os valores mobiliários de investimentos por *Crowdfunding*, sendo isso um fator negativo para os investidores.

Palavras-chave: *Crowdfunding.* Regulação. Investimento. Financiamento coletivo. CVM.

ABSTRACT

Crowdfunding is a type of financing that has grown a lot in Brazil, being practiced all over the world in modalities such as: donation, reward, loan and investment. The purpose of campaigns can be diverse, from helping with donations, supporting an artist or even investing in innovative companies. The objective of this research is to analyze the regulation of the investment crowdfunding market in Brazil regarding the alignment of the public interest.The study methodology was inspired by the content analysis technique, thus, a priori categories of factors that influence the success of Crowdfunding campaigns were used, seeking to verify the observance of these factors in CVM Instruction No. 588 of 13th of July 2017. With this, using the Agency's Theory and the Accounting Regulation Theory as theoretical support, it was found that the regulation of the sector has been served the public interest. This conclusion is based on the fact that the standard covers most of the factors that influence the success of campaigns; by bringing greater security to the investor by the presence of attributes that can avoid relevant market failures and by reducing the conflict between agents by reducing information asymmetry and favoring communication between investors and the company. Despite this, there are limitations in the standard, such as in the “Liquidity” category, since there is still no regulated secondary market for trading investment securities through Crowdfunding, which is a negative factor for investors.

Keywords: Crowdfunding. Regulation. Investment. Financing. CVM.

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO ---------- **10**

1.1 Contextualização ---------- 10

1.2 Problema ---------- 12

1.3 Objetivo ---------- 13

1.4 Delimitação ---------- 13

1.5 Justificativa ---------- 14

2. REFERENCIAL TEÓRICO ---------- **15**

2.1 *Crowdfunding* e suas características ---------- 15

2.1.1 Crowdfunding de investimento: características e as motivações dos investidores ---------- 16

2.1.2 Regulação do Crowdfunding de investimentos ---------- 19

2.2 *Crowdfunding* de investimento e as teorias da Agência e Regulação ---------- 21

2.2.1 Teoria da Agência ---------- 21

2.2.2 Teoria da Regulação Contábil ---------- 23

3. METODOLOGIA ---------- **25**

3.1 Perfil de amostra ---------- 25

3.2 Procedimentos de análise ---------- 27

4. ANÁLISE DE DADOS E DISCUSSÃO ---------- **28**

4.1 Análise da Instrução da CVM n°588 de 13 de julho de 2017 ---------- 28

4.1.1 Fatores Associados à Gestão e ao Negócio ---------- 30

4.1.2 Fatores do Ambiente ---------- 31

4.1.3 Fatores Financeiros e de Performance ---------- 32

4.1.4 Fatores Operacionais ---------- 33

4.2 A Teoria da Regulação e o conflito de Agência ---------- 34

5. CONCLUSÃO ---------- **36**

REFERÊNCIAS ---------- **39**

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

O *Crowdfunding* ou vaquinhas virtuais têm ganhado muito espaço dentre os importantes meios de captação de recursos seja na modalidade de doação, recompensa, empréstimo ou investimento. Monteiro (2014) afirma que, no Brasil, a principal motivação das pessoas ao investirem em campanhas de financiamento coletivo é em "ajudar os outros", seguida de "ajudar uma causa". Infere-se então que as pessoas investem nesse tipo de ação com o intuito de melhorar a sociedade em que vivem. Porém, esse tipo de campanha envolve muitos riscos, os quais alguns devem ser conhecidos e mitigados a fim de que não percam potenciais investidores.

Os investidores dos projetos enfrentam três principais desincentivos, como: incompetência do criador, fraude e riscos do projeto. Todos esses fatores se potencializam diante de uma assimetria de informações associada quando o *Crowdfunding* de investimento estiver dentro de um ambiente com mínima regulamentação e supervisão do mercado, pois em decorrência disso, financiadores têm menos informações do que os criadores (AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, 2014, p. 70).

A regulação do setor aliada a estudos, levando em consideração as especificidades do Brasil, faz-se necessária para que esse mecanismo de financiamento prospere no Brasil. Diante disso, foi instituída a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 588, de 13 de julho de 2017, para disciplinar o *Crowdfunding* na modalidade de investimentos, visto que quaisquer aplicações que envolvam o mercado mobiliário devem ter o controle e regulamentação da CVM[1].

Ao considerar, então, os riscos e a própria regulação do setor, faz-se necessário um intermediador entre quem capta e financia. Essa figura é representada pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, as quais têm a importância de diminuir a assimetria informacional, pois segundo Siqueira e Diniz (2017), essas podem gerar um canal de comunicação eficiente e transparente entre empreendedores e investidores, ao facilitar a

[1] De acordo com o Art. 8° da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 que estabelece as competências da Comissão de Valores Mobiliários.

formação de sindicatos e líderes de sindicatos[2], que resulta na melhora da qualidade das informações recebidas por parte de novos investidores.

Dentre as informações divulgadas pelos empreendedores nas plataformas, têm-se os relatórios contábeis que são importantes para os usuários verificarem como se dá a composição patrimonial da empresa. Niyama e Silva (2013), ao analisarem as características dos investidores que não participam da administração da empresa, destacam que quando esses não possuem informações detalhadas do desempenho da empresa há a tendência de aumentar a preocupação em proteger seus investimentos na mesma. Os autores ainda afirmam que os investidores frequentemente irão querer informações adicionais da empresa, além das divulgadas ao público geral. Assim, quanto menos transparentes forem as informações, maior será o custo de captação desses investimentos, posto que ao considerarem o risco como sendo alto exigirão maior retorno sobre o capital aplicado.

Siqueira e Diniz (2017), ao analisarem o perfil de indivíduos que não possuem afinidade com investimentos do tipo *Equity Crowdfunding*[3], verificaram que esses são aqueles com menos experiência, logo os que têm o perfil de investir no *Crowdfunding* de investimento, geralmente, possuem maior *expertise* e renda familiar acima de R$17.600,00. Um fator que segundo os autores, parece colocar o perfil de alta renda como principal investidor desse modelo.

A regulamentação estabelecida pela CVM tem o intuito de desenvolver o mercado no Brasil e trazer maior segurança aos usuários. Por ser uma regulamentação relativamente nova (iniciou-se em 2017), é necessário, então, que se avalie se o modelo estabelecido tem atendido ao ensejo da sociedade para a tomadas de decisões fundamentadas sobre esses investimentos.

---

[2] A Instrução da CVM n° 588 no Art. 2° define os sindicato como sendo: V – sindicato de investimento participativo (“sindicato”): grupo de investidores vinculados a um investidor líder (“investidores apoiadores”) e reunido com a finalidade de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte, sendo facultativa a constituição de um veículo de investimento para participar das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução; e VI – investidor líder: pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo.

[3] De acordo com a CVM (2019) em seu Caderno 12 sobre *Crowdfunding* de Investimento, o *Equity Crowdfunding* é quando o contrato ou título comercializado entre a empresa e o investidor podem representar participação no negócio.

1.2. Problema

O *Crowdfunding*, apesar de ser um meio criativo de captação de recurso e com grande potencial de crescimento no Brasil, deve ser analisado com cautela, pois é necessário que se tomem precauções antes de investir nesse meio. O Caderno 12 da Comissão de Valores Mobiliários, (CVM, 2019), tem uma finalidade educacional e como orientação aos investidores, sugere que antes de aplicarem recursos em projetos de *Crowdfunding* de Investimentos, levem em consideração os seguintes riscos:

(i) risco relacionado a empresas nascentes (empresas novas não possuem um histórico e têm a possibilidade de não dar retorno nos primeiros anos ou até mesmo descontinuar suas atividades);

(ii) risco de crédito (quando a empresa é recente e pode não auferir receita suficiente para pagar as dívidas com os investidores);

(iii) risco de liquidez (risco de o investidor não conseguir sair do investimento, pois não existe um mercado secundário regulamentado para o *crowdfunding* a fim de permitir a revenda);

(iv) risco relacionado a avaliação do negócio (empresas nascentes não tem um histórico financeiro, logo o investidor se baseia em expectativas);

(v) risco informacional (as sociedades de pequeno porte não estão obrigadas a apresentar suas demonstrações contábeis e nem ter o registro na CVM, assim como também são desobrigadas a contratarem auditoria independente, logo o investidor deve lidar com essa carência informacional); e

(vi) risco de guarda de valores mobiliários (os valores mobiliários são emitidos de forma não escritural, não guardados por instituição escriturante, recaindo sobre o investidor a responsabilidade da guarda do título, assumindo os riscos).

Em princípio, ao levar em consideração esses riscos, naturalmente há uma tendência a perda da atratividade nesse tipo de investimento, porém deve-se levar em consideração as outras motivações além do lucro. As pessoas ao investirem por esse meio têm por motivação também: ajudar aos outros e melhorar à comunidade.

Logo, para algumas pessoas, o *Crowdfunding* de investimento se torna mais atrativo, pois além de ajudar uma empresa ou um projeto que se identifique, ainda tem a possibilidade de auferir renda sobre os lucros e ter parte acionária do negócio, diferentemente dos modelos de doação e recompensa, os quais não há possibilidade alguma de retorno sobre o capital.

Ante isso, considerando a importância de expandir o mercado de *Crowdfunding* de investimento no Brasil como alternativa às fontes tradicionais de captação de recursos pelas empresas. Concomitante também a presença de investidores interessados em diversificar suas carteiras de investimento e contribuírem para a formação de empresas inovadoras e no desenvolvimento social.

Essa pesquisa pretende responder, então, ao seguinte problema: **como a regulação do setor de *Crowdfunding* de investimento no Brasil atende ao interesse público e favorece o desenvolvimento do mercado?**

1.3. Objetivo

O objetivo geral do trabalho é analisar a regulação do mercado de *Crowdfunding* de investimento no Brasil quanto ao alinhamento do interesse público.

1.4. Delimitação

A pesquisa foi delimitada na análise da Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

A partir das informações produzidas pretende-se utilizar a Teoria da Agência para averiguar como o regulador (pela normatização e fiscalização) tem atuado na redução do conflito entre os investidores e captadores de recurso, principalmente com relação a assimetria informacional entre eles.

Isso é importante, pois pode haver um conflito de interesses entre o financiador que busca investir em projetos que sejam rentáveis e ao mesmo tempo gere impacto social positivo e o captador que busca a concretização do projeto e a maximização de sua riqueza. Assim é preciso conhecer os fatores que influenciam os investidores a dispender recursos em projetos de *Crowdfunding.*

Zacharakis e Drover (2013) argumentam que a teoria da agência pode auxiliar a entender como os objetivos dos investidores do *Crowdfunding* alinham com os dos empreendedores e como melhorar essa relação; auxilia também a verificar como as atividades das empresas podem ser monitoradas e como melhorar a proteção dos investidores.

Concomitante a isso, será utilizada também a Teoria da Regulação como forma de analisar a atuação do regulador pela Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017, que

disciplina sobre o funcionamento do *Crowdfunding* de investimento. A Teoria a Regulação contribui para responder ao problema de pesquisa, pois será possível observar como a regulação atua frente a combater as falhas de mercado e no desenvolvimento do setor.

1.5. Justificativa

A oportunidade da pesquisa se dá em razão da regulamentação da CVM, a qual trouxe uma perspectiva maior de crescimento do negócio no país, por fornecer maior segurança jurídica. A norma é recente, assim é pertinente que se estude seus reflexos na sociedade a fim de possibilitar que se verifique fatores a melhorar como na transparência dos dados divulgados e a responsabilização dos usuários por eventuais fraudes.

Outrossim, a possibilidade do estudo se fez ao levar em consideração: a literatura internacional, a qual em alguns países se encontra bem avançada por já terem leis mais complexas e específicas sobre o tema como no artigo de Mollick (2014) ao contribuir para a conceituação e entendimento do *Crowdfunding.*

Também pela literatura nacional em que importantes autores, como Coelho (2018), estudaram o histórico do *Crowdfunding* no Brasil, comparando com o processo de regulação nos Estados Unidos da América para entender a natureza do regime jurídico. Siqueira e Diniz (2017) que estudaram o perfil do investidor e as características do *Equity Crowdfunding* no Brasil, e Pazini (2020) que buscou estudar junto aos *stakeholders* do *Crowdfunding* de investimento, quais os fatores mais influenciavam no sucesso ou fracasso das campanhas.

Este estudo se justifica em razão da importância do *Crowdfunding* de investimento, já que é uma forma de diminuir as desigualdades sociais e contribuir ao desenvolvimento econômico. De acordo com Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2014), essa forma de captação permite aos empreendedores que não conseguem empréstimos pelos meios tradicionais, consigam através da somatória de pequenos valores da “multidão” que resultam no montante almejado; no qual, pelos meios tradicionais, seria difícil visto que necessitaria lidar com investidores mais sofisticados, exigindo garantias que o empreendedor muitas vezes não consegue fornecer. Isso é reforçado pela CVM (2019), a qual coloca que o c*rowdfunding* atingiu enorme importância como instrumento de arrecadação para *Startups*, já que pode diminuir a dependência de investidores anjo e fundos de *venture capital e private equity.*

Esse trabalho de pesquisa é inovador e pertinente, pois acrescenta para entender como o *Crowdfunding* do tipo investimento é regulado no Brasil e busca resultar em propostas de melhoria para o ordenamento jurídico.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. *Crowdfunding* e suas características

O *Crowdfunding* pode ser traduzido como financiamento por multidão ou coletivo e tem origem da derivação do termo *Crowdsourcing*, que segundo Belleflame; Lambert e Schwienbacher (2014) é a utilização da sabedoria coletiva na produção de ideias, *feedback* e apoio no desenvolvimento de soluções e atividades.

Belleflamme; Lambert e Schwienbacher (2014) conceitua *Crowdfunding* como sendo um financiamento coletivo que envolve uma chamada pública, principalmente pela Internet, para disponibilização de recursos financeiros em forma de doação, pela troca de um produto futuro, recompensa ou apoiar iniciativas para fins específicos.

Mollick (2014) traz uma definição mais restrita colocando que pode ser conceituado como os esforços de um ou mais indivíduos para financiar seus empreendimentos a partir da somatória de pequenas quantias de um grande grupo de financiadores que usam a internet sem um intermediário financeiro. Ou seja, esses empreendedores buscam através da plataforma digital divulgar seus projetos com intuito de angariar fundos para a execução, sejam esses: projetos culturais, beneficentes ou até mesmo com fins lucrativos.

Algumas abordagens que se pode ter desse mecanismo de financiamento segundo Mollick (2014) são:

(i) Projetos de artes ou humanitários: os financiadores atuam como patrocinadores da atividade com finalidade filantrópica, sem esperar nenhum retorno direto;

(ii) Empréstimos: o apoio financeiro é retribuído com a devolução do capital mais uma taxa de retorno, porém em muitos casos os financiadores podem estar mais interessados no bem social do que no retorno do capital;

(iii) Recompensa: os financiadores recebem uma recompensa por apoiarem o projeto, a qual muitas vezes se caracteriza como uma oportunidade de testar o produto que será fornecido pelo empreendedor;

(iv) Investimentos: os financiadores podem receber como contrapartida parte nas ações da empresa ou participação nos lucros e entre outros benefícios.

A modalidade de investimentos é o enfoque dessa pesquisa. De acordo com a CVM, em sua Instrução nº 588, de 13 de julho de 2017, artigo 2º, o *Crowdfunding* de investimento é definido como:

> Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:
> I – Crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução;

É possível perceber pela definição que a norma ao considerar como *Crowdfunding* de investimento somente quando realizado pelas sociedades empresárias de pequeno porte, estabelece uma limitação quanto aos projetos que poderão se beneficiar desse mecanismo de financiamento.

Independente da abordagem e definição utilizada, o objetivo central é a captação de recursos sendo que o grande diferencial do *Crowdfunding*, frente a outras modalidades de financiamento, é de que além de o empreendedor obter o capital requisitado, ele pode obter feedbacks dos clientes e analisar a aceitabilidade do produto no mercado durante o processo de captação por meio da divulgação da campanha.

2.1.1 Crowdfunding de investimento: características e as motivações dos investidores

O *Crowdfunding* de investimento se diferencia das demais modalidades de financiamento coletivo, pois envolve a oferta de valores mobiliários. Segundo Coelho (2018), esse modelo é o mais complexo dentre os existentes, pois geralmente cada país têm regras próprias sobre como valores mobiliários são negociados em seu território. Por ser mais complexo tende também a ser mais bem estruturado que os demais, já que a comercialização de valores mobiliários necessita da regulamentação e fiscalização especializada de um órgão competente, no caso do Brasil esse órgão é a CVM e o regulamento é a Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

O *Crowdfunding* de investimento pode ter como contrapartida ao investidor desde a oferta de ações do empreendimento (*Equity)* ou a participação nos lucros (COELHO, 2018).

Diferentemente de outros modelo, no *Crowdfunding* de investimento a *due diligence* geralmente não é feita por uma rede de amigos e familiares, que geralmente são os investidores iniciais, no caso desse modelo é feita pelo investidor líder ou pelo sindicato de investidores (SIQUEIRA e DINIZ, 2017). Isso cria um alerta ainda maior para o cuidado que se deve ter com esse tipo de investimento, diferente de um *Crowdfunding* padrão em que a campanha é divulgada nas redes sociais e uma parte dos investidores são conhecidos do empreendedor (possibilitando uma *due diligence* melhor entre os agentes, que se encontram próximos ao captador). No *Crowdfunding* de investimento essa aproximação fica mais condicionada ao canal de comunicação pela plataforma intermediadora e averiguação pela contratação de um investidor líder e a formação de um sindicato.

Segundo Siqueira e Diniz (2017), o *Crowdfunding* de investimento possui vários riscos e grande parte deles decorre dos fatores de: seleção adversa, risco moral e ação coletiva. Logo, os autores colocam que em decorrência disso a forma como o investidor se informa está associada a propensão de investir ou não nesse tipo de negócio, tendo em vista a baixa capacidade de *due diligence.* Diante desta questão, os autores argumentam que esse tipo de investimento não pode deixar de ter a plataforma com um intermediador, um órgão regulador e um investidor líder, em razão do alto risco e da assimetria de informação presente nesse mercado.

Diante dos riscos já elencados nesse trabalho é importante averiguar quais motivações e incentivos oferecidos pelos captadores resultam no sucesso das campanhas de *Crowdfunding*, quando ofertadas nas plataformas eletrônicas.

Felipe e Ferreira (2020), ao estudar os determinantes do sucesso em campanhas de *Equity Crowdfunding,* verificaram que a chances de sucesso das campanhas de *crowdfunding* tendem a ser maiores quando:

1. As metas de financiamento são mais elevadas, atingindo inclusive mais rápido o capital ofertado: os autores discutem que talvez isso se dê, pois, campanhas maiores tendem a ofertar maior participação financeira sobre o investimento;
2. Empreendimentos em que o negócio é relacionado ao desenvolvimento de produtos;
3. Participação de investidor qualificado contribuindo para o êxito da captação.

Pazini (2020) ao estudar a dinâmica das relações entre os *stakeholders (*empresa, intermediadores e investidores) do *Equity Crowdfunding (EC),* testou importantes fatores que influenciam na dinâmica das campanhas. O pesquisador analisou, através de entrevistas com

investidores, intermediários e empresas, a presença de fatores de influência no determinante de sucesso das campanhas de *Equity Crowdfunding*. Logo, Pazini (2020) definiu esses fatores como categorias, sendo essas descritas pelo autor como:

- Fatores do Ambiente: compõe-se na análise da Democratização do Acesso (a facilidade ou não de pequenos investidores poderem fazer parte do negócio e a possibilidade de startups que antes não conseguiam, conseguirem financiamento por meio do *Crowdfunding*); a Legislação (se o ambiente regulatório garante segurança aos usuários ou burocratiza em excesso) e a Cultura do investimento (o grau de entendimento dos investidores sobre o mercado e os produtos financeiros, e a importância de divulgar e ensinar sobre esse tema para a expansão desse mercado);
- Fatores Financeiros e de Performance: tem por enfoque a análise da Liquidez (quanto a facilidade de venda do investimento no mercado secundário após a compra); Monitoramento de Indicadores (a possibilidade de acompanhar o crescimento da empresa através da análise dos indicadores financeiro e de performance); Relação de Risco e Retorno Financeiro (a importância de dimensionar bem os Riscos e o Retorno sobre o investimento para na tomada de decisão); *Valuation* (a importância de dimensionar corretamente o valor do negócio para analisar a razoabilidade do capital e participação ofertados pelas empresas aos investidores);
- Fatores Operacionais: prioriza as característica de *Pitch Deck* (é a apresentação e divulgação das características do projeto a fim de persuadir o investidor a investir na campanha); Atuação da Plataforma de *Equity Crowdfunding* na Campanha (é a influência que a plataforma exerce com a prestação de seus serviços para o sucesso da campanha); Comunicação entre *Stakeholders* (é o acesso e a qualidade de comunicação entre os stakeholders dentro do ambiente da plataforma); *Due Diligence* (é verificação dos dados fornecidos do projeto a fim de verificar a viabilidade e a conformidade do que é ofertado); Percepção da Qualidade da Plataforma (pela imagem passada e os serviços oferecidos pela plataforma);
- Fatores Associados à Gestão e ao Negócio: Governança Corporativa (diz respeito a qualidade da gestão da empresa captadora); Time de Gestão (é o potencial de influência dos administradores da empresa captadora em transmitir aos investidores segurança e que são capazes de concretizar o projeto); Compreensão e Engajamento com o Negócio

e com o Mercado de Atuação (é o grau de proximidade e conhecimento do investidor com o projeto).

Ao estudar esses fatores, Pazini (2020) concluiu que eles atuam como forças no contexto das campanhas de *Equity Crowdfunding,* influenciando no desempenho do mercado. Mediante a isso, esses fatores são importantes para essa pesquisa, pois podem ajudar a entender se o regulador (CVM) têm os levado em consideração ao regular o funcionamento desse setor.

2.1.2. Regulação do Crowdfunding de investimentos

Pazini (2020) argumenta que a regulamentação é um fator importante ao *Equity Crowdfinding* e pode agregar bastante quando consegue fornecer segurança aos usuários, porém pode ser prejudicial em relação a burocracia.

Felipe (2017) coloca que diante de sua complexidade, o *Crowdfunding* de investimento foi uma das modalidades mais demoradas a ser regulamentada. Pontua que nos Estados Unidos o funcionamento dessa modalidade exigia a aprovação da SEC (*Securities and Exchange Commission),* o equivalente a CVM no Brasil. Já que envolvia a transação de valores mobiliários. Diante disso, o que permitiu a expansão do *Crowfunding* de investimento naquele país foi a criação e implementação da lei americana JOBS Act em 2012.

A regulação no Brasil veio por meio da Comissão de Valores Mobiliários ao criar a Instrução nº 588, de 13 de julho de 2017. Segundo a CVM (2019), a regulação no caso dos contratos de investimentos coletivos é muito importante, pois como esses não eram regulados até o ano 2000, muitos acabaram sendo utilizados de forma maliciosa ao enganar investidores com promessas de contrapartida de lucros que no fundo eram empreendimento fraudulentos que não se concretizavam.

Assim, foi a partir da Lei 10.303/01, pela inclusão do inciso IX no artigo 2° da Lei 6385/76[4], que os contratos desse tipo foram inseridos sobre a esfera de regulação dos mercados de capitais. Logo, a partir do momento em que as campanhas de *Crowdfunding* de investimentos são realizadas com a contrapartida de ofertas de títulos que conferem aos investidores direitos

[4] Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976: "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."

de crédito ou de participação no negócio *(Equity)*, isso se enquadra como valores mobiliários devendo se submeter a regulamentação e fiscalização da CVM (CVM, 2019).

A Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 facilitou o desenvolvimento das plataformas e das campanhas de *Crowdfunding* de investimento, pois além de fornecer mais segurança jurídica, dispensou de forma automática a necessidade de registro da oferta e do emissor na CVM desde que atendidos certos critérios. Estabeleceu-se limites para o perfil das empresas e investidores participantes desse modelo de financiamento e colocou a obrigatoriedade do registro das plataformas junto a CVM.

A Instrução da CVM n° 588, de 13 de julho de 2017 é estruturada em 9 capítulos - esses definem e disciplinam o funcionamento do *Crowdfunding* de investimento. Ao observar a estrutura desses capítulos é possível enxergar a preocupação que o regulador teve em fornecer credibilidade ao *Crowdfunding* de Investimento (CI), e as limitações que impôs aos investidores e as empresas a fim de evitar grandes perdas diante dos elevados riscos dessa modalidade de investimento.

Primeiramente restringiu o CI com dispensa de registro das ofertas junto a CVM apenas às sociedades empresárias de pequeno porte (com receita bruta anual de até R$ 10.000.000,00), provavelmente para evitar que grandes corporações e indivíduos utilizem o meio como forma de movimentar grandes somas de capital sem ter os tramites burocráticos com a CVM. Uma vez que elevaria ainda mais os riscos desse investimento, podendo provocar grandes externalidades negativas.

Algumas outras limitações a se destacar são: valor máximo de captação de R$ 5.000.000,00 com prazo não superior a 180 dias; valor máximo que cada investidor pode investir limitado a R$ 10.000,00 por ano (com algumas exceções como no caso de ser investidor líder ou qualificado), a oferta deve ser registrada somente em uma das plataformas registradas na CVM, o valor captado só deve ser liberado a empresa quando atingir o valor mínimo estipulado na oferta e os investidores só podem adquirir a oferta após assinar um termo de adesão e ciência dos riscos.

Contudo essas limitações já começam bem antes da oferta propriamente dita, quando a CVM restringiu, por meio de pré-requisito, as condições para as plataformas eletrônicas poderem atuarem de maneira legal (registradas na CVM). De acordo com a Instrução da CVM nº 588 de 2017, para registrar na CVM é necessário que a plataforma: tenha capital social acima de R$100.000,00, ofereça um sistema de tecnologia adequado e seguro as operações que são necessárias realizar; o capital dos investimentos captados não devem se misturar com o

patrimônio da plataforma devendo ser assim segregado; elaborar um código de conduta ao seus funcionários para evitar conflitos de interesse; os administradores da plataforma devem residir no Brasil, ter reputação ilibada, não ter sido condenado por crimes como: falimentar, prevaricação, suborno, lavagem de dinheiro e entre outros.

Após todas essas condições, a solicitação de registro será analisada pela Superintendência de Relações com o Mercado Intermediário (SMI) da CVM, podendo o pedido ser indeferido caso, por exemplo, não fique claro ao regulador que a plataforma tenha capacidade financeira e condições técnicas e operacionais (inciso III do artigo 16°). Ou seja, a CVM, já faz uma grande filtragem dos requerentes interessando em intermediar o *Crowdfunding*, selecionando os melhores e diminuindo as chances da entrada de plataformas com intuitos ilícitos ou sem capacidade suficiente para garantir a segurança e operação das campanhas realizadas.

Outro fator de preocupação do regulador é quanto a *due diligence.* Consegue-se observar isso diante da formação do investidor líder e dos sindicatos, visto que como são muitos os investidores e esses não participam da gestão da empresa é crucial que se tenha um investidor com qualificação técnica e experiência para analisar o investimento e poder orientar os demais.

Mais um elemento que contribuiu para o monitoramento das empresas é a CVM ter colocado na Instrução n°588 de 2017 a obrigatoriedade de as empresas manterem atualizadas, no mínimo semestralmente, as informações essenciais dispostas no Anexo 8 da Instrução, compartilhando com a plataforma e essa com os investidores. Essas informações incluem dados: financeiros, sobre o plano de negócios, jurídicos, identificação dos principais executivos e controladores, sobre a realização da oferta de captação, sobre sindicato de investimento participativo e entre outras informações.

2.2. *Crowdfunding* de investimento e as teorias da Agência e Regulação

2.2.1. Teoria da Agência

A Teoria da Agência pode contribuir para identificar quem são os agentes que se relacionam na modalidade de *Crowdfunding*, quais os seus interesses, os incentivos de cada um e os conflitos que são gerados nessa relação. Aplicar essa teoria pode ser importante para mitigar os riscos envolvidos e fornecer mais legitimidade ao negócio.

Jensen e Meckling (1976) conceituam a relação de agência como sendo um contrato no qual uma pessoa (principal) contrata e delega autoridade para outra (agente) desempenhar um

empreendimento. Assim, consideram que ambos os indivíduos serão maximizadores de utilidade, logo nem sempre o agente poderá agir no interesse do principal.

Isso é possível de se observar em relação ao *Crowdfunding* de investimento, pois os gestores da empresa terão os incentivos de aplicarem os rendimentos da empresa no crescimento da companhia e os funcionários no aumento de suas remunerações e benefícios; esses incentivos podem ser contrários aos dos investidores da empresa que desejam receber o quanto antes o retorno sobre o seu capital, seja pelo recebimento de dividendos e pela valorização de suas ações.

A fim de diminuir esses conflitos Jensen e Meckling (1976) pontuam que o principal estabelece incentivos para o que o agente aja em seu benefício além de monitorar seus resultados para verificar se estão agindo de acordo com seus interesses. No *Crowdfunding* de investimento, os investidores podem contratar um investidor líder a fim de monitorar a atuação da empresa, além da formação de sindicatos e analisar as informações que são periodicamente prestadas pelas empresas.

Contudo, segundo Jensen e Meckling (1976) quando o Principal deseja um nível ainda maior de segurança poderá dispender recursos para garantir que o agente não o prejudique e que se fizer terá uma compensação por isso. Os autores colocam que esses custos com monitoramento e vínculo como *bonding costs.*

Jensen e Meckling (1976) colocam que apesar de todos os esforços do principal não é possível que esse garanta que os agentes sempre agiram em consonância com seu ponto de vista, gerando um custo ao bem-estar do principal, ao que eles atribuem esse custo como sendo uma perda residual.

Jensen e Meckling (1976) concluem então que o custo de agência se compõe pela soma dos custos de: (i) monitoramento do principal; (ii) de vínculo do agente e (iii) perda residual.

Mediante a isso, essa teoria contribui como instrumento dessa pesquisa, pois ao conseguir averiguar quais os conflitos entre os agentes envolvidos no *Crowdfunding* de investimento, é possível analisar como as plataformas eletrônicas, o órgão regulador e o empreendedor estão agindo para fazer com que o compromisso estabelecido com o investidor (Principal) seja atendido.

Ao teorizar sobre o conflito da agência no *Crowdfunding* de investimento, Lopes (2018) discute que a incerteza, um grande risco ao investidor dessa modalidade, pode ser agravada com a falta de gestão das empresas captadoras de recurso. Junto a isso, há o desinteresse de muitos investidores que pode estar associado ao se confrontarem com um negócio que exigi retorno a

longo-prazo e com o capital muito diluído. Este desinteresse, como discutido por Lopes (2018), pode fazer com que os investidores não realizem a *due-diligence* independente.

Outros fatores colocados por Lopes (2018), é o risco associado a falta de comunicação entre os sócios e os gestores pela distância entre eles, e o custo da oportunidade desta informação, pois produzir e comunicá-la exige tempo e trabalho que poderiam ser usados diretamente para o desenvolvimento do projeto. Esses fatores estão associados, segundo o autor, ao conflito de agência no *Crowfunding* de investimentos, visto que o investidor deseja a viabilização do negócio a longo prazo, todavia os fundadores podem querer usufruir dos benefícios do capital à um curto prazo, comprometendo o negócio.

2.2.2. Teoria da Regulação Contábil

A teoria da regulação contábil expõe que a regulação parte da necessidade dos usuários de uma estrutura que permita a eles acessarem informações relevantes e confiáveis diante da existência de falhas de mercado (ALMEIDA E FRANÇA, 2021).

De acordo com Almeida e França (2021), algumas das falhas de mercado que justificam a regulação como forma de mitigá-las, podem ser:

(i) Assimetria informacional: os gestores possuírem informações privilegiadas e nem sempre as compartilham com os usuários externos;

(ii) Seleção adversa: escolha equivocada decorrente da desconfiança pelos usuários no mercado diante da assimetria informacional;

(iii) Gerenciamento de resultados (risco moral): oportunismos dos gestores ao gerar a informação, visando interesses individuais;

(iv) Subprodução da informação: quando a empresa escolhe não produzir informações suficientes diante do custo da informação e por serem usadas por pessoas que não contribuem efetivamente para arcar com esses custos;

Diante dessas falhas de mercado, pode-se inferir que foi importante a regulação do *Crowdfunding* de investimento, ainda mais considerando que o regulador trouxe a possibilidade de as ofertas públicas nesse mercado serem dispensadas do registro na CVM. Visualiza-se com isso, a presença de uma desburocratização e maior flexibilidade dada pela CVM as empresas interessadas em angariar capital por esse meio. Apesar disso, observa-se que CVM tomou a

precaução de colocar várias exigências sejam sobre as plataformas eletrônicas, as empresas e os investidores para que possam atuar nesse mercado.

Ainda segundo a Almeida e França (2021), a literatura analisa a teoria da regulação sobre três aspectos:

(i) Teoria do Interesse Público (TIP): sob a ótica da TIP, a regulação é positiva, pois enfrenta as falhas de mercado e tem como princípio o interesse público;

(ii) Teoria da Captura: tem uma visão negativa da regulação, segundo Kothari et al. (2010) a teoria coloca os reguladores como maximizadores de sua utilidade, envolvendo acordos políticos que nem sempre visam o interesse público, devendo, assim, ser comparado o custo do possível oportunismo do regulador com o custo da falha do mercado para analisar a conveniência da regulação;

(iii) Teoria Econômica: é um equilíbrio entre a TIP e a teoria da captura, colocando que a ideologia política interfere na forma de regular, portanto, também como a pressão de diversos grupos de interesse. Posner (1974) coloca que diante da teoria econômica a regulação pode ser vista como um bem econômico, o qual é gerida pela lei da oferta e da demanda.

A teoria da regulação é importante nesse trabalho, pois contribuiu para entender, de acordo com a regulamentação pela Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017, como o regulador atende ao interesse público como defendido na TIP ou se é possível visualizar a presença de fatores que tendem a favorecer um grupo em detrimento de outro como preconizado pela teoria econômica.

3. METODOLOGIA

3.1. Perfil de amostra

A amostra é composta pela Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017 que como é possível observar no Quadro 1 é composta por 9 capítulos e seus respectivos anexos.

Quadro 1 – Regulamentação do *Crowdfunding* de Investimentos.

CAPÍTULO	ASSUNTO
Capítulo I – Âmbito e finalidade	Traz o objetivo e a quem se aplica a norma (Art. 1°); e define termos importantes para se compreender os dispositivos aplicados (Art. 2°)
Capítulo II – Oferta pública de distribuição por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo	Coloca as características necessárias para que a sociedade empresária possa ser dispensada na oferta pública do registro na CVM (Art. 3°); restringe o montante que pode ser aplicado pelo investidor, colocando algumas exceções (Art. 4°); procedimentos para distribuição da oferta pública na plataforma eletrônica (Art. 5°); possibilidade de suspensão ou cancelamento pela CVM da oferta pública (Art. 6°); procedimentos para divulgação da plataforma sobre a suspensão ou cancelamento (Art. 7°)
Capítulo III – Informações da Oferta Pública de Valores Mobiliários realizada por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo	Discrimina: quais informações essenciais sobre a oferta pública devem ser colocadas nas plataformas eletrônicas (Art. 8°); o tempo que a publicação deve permanecer na plataforma (Art. 9°); qual o sujeito responsável pela veracidade das informações (Art. 10°); orientações sobre a disponibilização e divulgação da oferta pública (Art. 11°)
Capítulo IV - Autorização para prestação de serviço de plataforma eletrônica de investimento participativo	Institui: a exclusividade de intermediação da oferta pública por *Crowdfunding de investimento* às plataformas eletrônicas registradas na CVM (Art. 12°); os requisitos para o registro e manutenção desse na CVM como plataformas eletrônicas de *Crowdfunding* (Art. 13°); o processo do pedido de autorização à CVM para prestação de serviço de plataforma eletrônica de investimento participativo e os casos em que poderão ser indeferidos os pedidos ou canceladas as autorizações (Art. 14° ao 17°)
Capítulo V – Regras de conduta das plataformas eletrônicas de investimento participativo	Aborda: os deveres das plataformas eletrônicas (Art. 18° ao 27°); as vedações às ações das plataformas relativas a alguns tipos de publicidade, promessas, negociações, consultoria e dentre outras atividades não permitidas trazidas pelo Art. 28°; condições para a comunicação com investidores (Art. 29° a 31°)
Capítulo VI – Sindicato de Investimento Participativo	Prevê: a possibilidade de formação de sindicato de investimento participativo constituído por investidores apoiadores de um investidor líder, e coloca as condições para sua constituição e funcionamento (Art. 32° a 34°); os requisitos para ser investidor líder e as obrigações desse (Art. 35° a 37°)
Capítulo VII –Manutenção de arquivos	Obriga as plataformas eletrônicas a guardar os documentos exigidos pela CVM por 5 anos, seja de forma física ou eletrônica (Art. 38 °)
Capítulo VIII – Responsabilidade dos administradores	Coloca a obrigação de os administradores da plataforma e das sociedades empresárias de pequeno porte de zelar pelo cumprimento das obrigações imposta pela instrução (Art. 39° e 40°)
Capítulo IX – Disposições finais e transitórias	Mostra as alterações feitas nas instruções normativas da CVM n°400 de 29 de dezembro de 2003, n°480 de 7 de dezembro de 2008; nº 510 de 5 de dezembro de 2011 e nº 541 de 20 de dezembro de 2013; a fim de inserir as implicações nessas da regulamentação do *Crowdfunding* de investimento; imposição de penalidade em caso de descumprimento dessa instrução para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Art. 46° e 47°) e coloca as condições para a transição de quem já havia realizado oferta pública antes da instrução (Art. 49°)

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos da CVM na Instrução nº 588, de 13 de julho de 2017.

A análise da Instrução será realizada com base no estudo realizado por Pazini (2020) que levantou os principais fatores de influência para o sucesso ou fracasso das campanhas de *Equity Crowdfunding. E*sses fatores estão descriminados no Quadro 2.

Quadro 2 – Fatores que influenciam os *stakeholders.*

Fatores do ambiente	Democratização do acesso	O EC viabiliza que pequenos investidores tenham acesso as *startups*, pois oferecem participações com valores relativamente baixos; e ao mesmo tempo permite que empresas que não conseguiam captar pelos meios tradicionais consigam por esse meio
	Legislação	A regulamentação do mercado contribui para o crescimento do EC. Não obstante, a falta de legislação sobre alguns pontos, como a ausência de regulamentação permitindo a formação de um mercado secundário para EC, pode desestimular potenciais investidores
	Cultura de investimento	A importância da educação financeira para a expansão desse tipo de investimento, que pode ser considerado alternativo às formas tradicionais, com isso sendo necessários ser mais divulgado e ensinado
Fatores financeiros e de performance	Liquidez	No EC é um fator negativo no Brasil, pois como não se tem um mercado secundário o investidor depende de eventos futuros e muita incerteza para vender sua participação caso queira
	Monitoramento de indicadores	Após o investidor comprar participações da empresa, demandará informações sobre essa, a fim de monitorar sua evolução e se o capital captado está tendo o fim correto. Para isso reforça-se a necessidade de as plataformas estabelecerem uma boa comunicação, continuar oferecendo as informações aos investidores e manter um canal de comunicação entre eles e a empresa
	Relação de risco e retorno financeiro	É importante que os investidores tenham total ciência dos principais riscos envolvidos e avaliar se compensará diante da projeção de retorno
	Valuation	Dificuldade em se obter uma projeção confiável do valor da empresa, diante de serem empresas recém-criadas, dependendo então de projeções de fluxo de caixa sem um histórico
Fatores associados à gestão e ao negócio	Governança corporativa	É a aderência da empresa as boas práticas de gestão. Como o investidor não participa das decisões da empresa, ele exige que a empresa tenha uma ótima gestão e que possa confiar nas informações que estão sendo reportadas a eles
	Time de gestão	É a capacidade de os fundadores ou colaboradores da empresa passarem uma imagem de confiança aos investidores
	Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação	É o grau de identificação e conhecimento do investidor sobre as operações do projeto que pretende investir. Isso terá influência para o engajamento de potenciais investidores
Fatores operacionais	Pitch Deck	É a abordagem utilizada para atrair o investidor à campanha
	Atuação da plataforma na campanha de E*quity Crowdfunding*	Refere-se a capacidade da plataforma eletrônica em atrair investidores potenciais a um determinado tipo de campanha
	Comunicação entre os *stakeholders*	É a facilidade ou não em que o investidor e as empresas conseguem se comunicar; geralmente por meio de fóruns na plataforma eletrônica
	Due Diligence	É a verificação dos aspectos jurídicos, financeiros e de gestão das empresas pelas plataformas a fim de filtrar aqueles que não atendem as determinações legais e as definidas pela plataforma. Contribui para evitar a entrada de agentes com intenções fraudulentas
	Percepção da Qualidade das plataformas	A qualidade da plataforma influência na atração de investidores, pelo portifólio de campanhas e empresas que obtiveram sucesso. Sendo importante tanto para a plataforma como para a difusão do EC como um todo, pois qualidade das plataformas podem influenciar na credibilidade do EC no mercado

Fonte: Elaboração própria, adaptada de Pazini (2020).

3.2. Procedimentos de análise

A execução da pesquisa foi pelo estudo da Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017, analisando como a instrução atende ao interesse público. A partir do modo como os fatores de influência e determinantes do sucesso das campanhas de *Crowdfunding* de investimento, tratados no estudo de Pazini (2020), estão sendo considerados na estrutura normativa criada pelo regulador (no caso a CVM).

Assim, espera-se a partir desta metodologia, compreender a regulamentação do *Crowdfunding* de investimento no Brasil e como ela busca atuar para cumprir o objetivo de combater as falhas de mercado de acordo com a teoria da regulação e sua mitigação de conflito entre o Agente e o Principal segundo coloca a Teoria da Agência.

O instrumento metodológico de pesquisa foi o de análise de conteúdo que, segundo Bardin (1977), é um conjunto de técnicas que visa analisar as comunicações. De acordo com Bardin (1977), esse conjunto de técnicas pode ser adaptado e utilizado a um campo variado de aplicações, sendo a análise organizada sobre três fases: 1° Pré-análise (ocorre a escolha dos documentos, elaboração de hipóteses, objetivos e dos indicadores); 2° Exploração do Material (codificação do material segundo os critérios estabelecidos); 3° Tratamento dos Resultados, a Inferência e a Interpretação (representação da informação de maneira que facilite a interpretação);

Ao utilizar a metodologia de análise de conteúdo, de acordo as fases propostas por Bardin (1977), os procedimentos metodológicos desse trabalho se deram da seguinte forma:

Pré- análise:

- Seleção do material: a amostra analisada é a Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017;
- Definição das unidades de análise: as unidades de análise são compostas pelos artigos contidos no texto que se relacionam as categorias definidas à *priori*;

Exploração do Material:

- Categorias de análise: as categorias elencadas à *priori* foram definidas com base nas estudadas por Pazini (2020), ao propor e analisar uma lista de fatores que influenciam as campanhas de *Equity Crowdfunding*. A partir dessas categorias foram agrupadas a elas as respectivas unidades de registro, ou seja, mais especificamente os artigos da Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017 que se referiam a cada uma;

Tratamento dos Resultados, a Inferência e a Interpretação:

- Descrição: consistiu na descrição das unidades de análises isoladas dentro das respectivas categorias, buscando quantificar quantos artigos se referiam a cada categoria;
- Interpretação: procurou-se analisar a descrição ao fazer interpretações e inferências com base na frequência de fatores de influência presentes na Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017, tendo por enfoque a análise dos pontos mais significativos que influenciam no atendimento do interesse público e na diminuição dos conflitos entre os agentes.

A partir da execução da metodologia, pode-se conhecer melhor a Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017 em detalhe, assim como também a atuação da CVM como regulador do mercado de *Crowdfunding* de investimento.

4. ANÁLISE DE DADOS E DISCUSSÃO

4.1. Análise da Instrução da CVM n°588 de 13 de julho de 2017

A partir da análise de conteúdo da Instrução da CVM nº 588 de 13 de julho de 2017, foi feito o quantitativo de quantos artigos tinham relação com as categorias de influência definidas, como disposto na coluna “Frequência” no Quadro 3. Ao analisar o Quadro 3 é possível verificar o quanto a norma atendeu ao interesse público ao abordar alguns determinantes de sucesso para o crescimento do mercado de *Equity Crowdfunding*, garantindo que o mercado funcione de maneira segura.

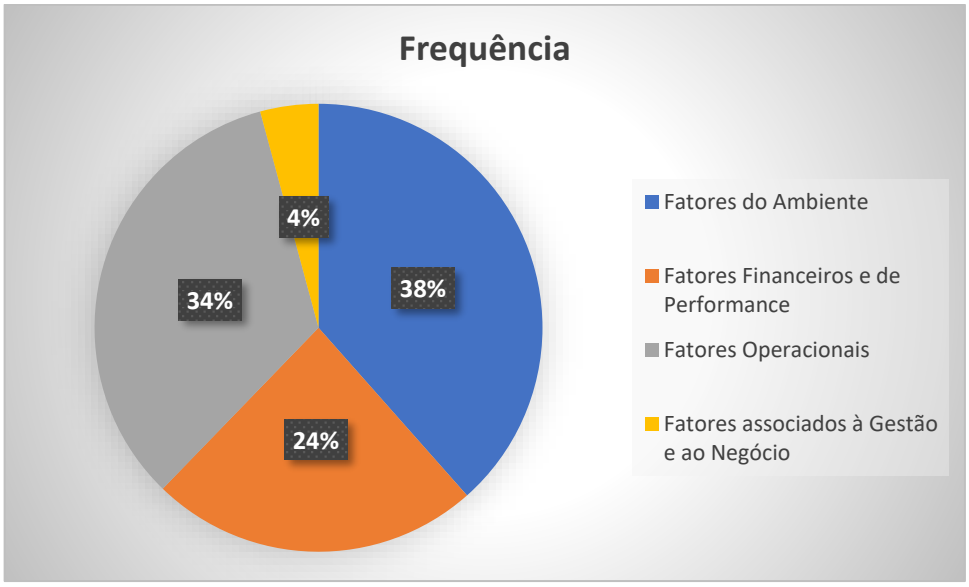
Quadro 3 – Fatores de influência do *Crowdfunding* na Instrução da CVM n° 588 de 13 de julho de 2017.

Dimensão	Categorias	Subcategorias	SIM	NÃO	Frequência
Perspectiva	Fatores do Ambiente	Democratização do acesso: a Instrução 588 contribui para o ampliar o acesso ao pequeno investidor ou a captação por empresas com dificuldade em conseguir financiamento pelos meios tradicionais?	X		2
		Legislação: a Instrução 588 traz mais segurança e confiança aos usuários no mercado de *Crowdfunding* de investimento?	X		52
		Cultura de Investimento: a Instrução 588 contribui para promover uma cultura de investimento nesse setor?	X		1
	Fatores Financeiros e de Performance	Liquidez: a Instrução 588 influencia na liquidez do mercado*?*	X		3
		Monitoramento de Indicadores: a Instrução 588 influencia na divulgação periódica de informação e indicadores que devem ser compartilhados aos investidores?	X		6
		Relação Risco e Retorno Financeiro: a Instrução 588 influencia nos fatores de risco e retorno das ofertas públicas de *Crowdfunding?*	X		24
		Valuation: a Instrução 588 influencia na forma como o valor das empresas é avaliado ou na percepção desse pelos investidores?	X		1
	Fatores Operacionais	*Pitch Deck:* a Instrução 588 influencia na forma com a oferta pública deve ser apresentada aos usuários?	X		1
		Atuação da Plataforma de EC na Campanha: a Instrução 588 influencia na atuação da plataforma durante a campanha de *Crowdfunding?*	X		9
		Comunicação entre *Stakeholders*: a Instrução 588 influencia na comunicação entre os *stakeholders?*	X		7
		Due Diligence: a Instrução 588 favorece a *due diligence* sobre a empresa captadora e a campanha de *crowdfunding?*	X		20
		Qualidade da Plataforma: a Instrução 588 influencia na qualidade das plataformas de investimento participativo?	X		11
	Fatores Associados à Gestão e ao Negócio	Governança Corporativa: a Instrução 588 influencia na melhora da governança corporativa da empresa captadora?	X		3
		Time de Gestão: a Instrução 588 influencia nas características do time de gestão das empresas captadoras?	X		3
		Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação: a Instrução 588 influencia na compreensão e engajamento dos investidores com as campanhas de *Crowdfunding?*		X	0

Fonte: Resultado da Pesquisa (2021).

Diante da extração das informações do Quadro 3, foi produzido o Gráfico 1, o qual é possível visualizar que a frequência dos fatores: “Ambiente”, “Operacionais”, “Financeiros e de Performance” - são tratados de maneira similar em quantitativo na norma. Já a categoria “Fatores Associados à Gestão e ao Negócio” é a que tem a menor presença.

Gráfico 1- Frequência das categorias de influência na Instrução da CVM nº 588 de 13 de julho de 2017.



Fonte: Resultado da pesquisa (2021).

4.1.1. Fatores Associados à Gestão e ao Negócio

Os fatores Associados a Gestão e ao Negócio apesar de aparecem com menor frequência na norma, não estão totalmente ausentes, pois o regulador procurou delegar uma série de responsabilidades as plataformas, já que as ofertas são dispensadas de registro na CVM, coube as plataformas fazerem a triagem verificando a gestão e o fatores relacionados ao negócio.

Isso é percebido no Art. 19° quando a CVM coloca que as plataformas devem tomar todas as cautelas necessárias para assegurar que a sociedade empresária de pequeno porte (ou seja a empresa captadora) seja regularmente constituída e atenda aos requisitos da Instrução, além de que apresente informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes visando possibilitar aos investidores uma tomada de decisão fundamentada.

Cabe destacar, porém, que a subcategoria “Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação” não foi observada dentro da norma, sendo assim algo que poderia adequadamente ser explorado pelo regulador a fim de incentivar que as plataformas e as empresas atraiam pessoas que conheçam bem sobre o produto ou serviço do mercado que a empresa atua. Isso favoreceria uma troca de experiências melhor entre os investidores e a empresa.

4.1.2. Fatores do Ambiente

Os Fatores do Ambiente são o que têm maior frequência, isso se explica pela presença nele da subcategoria de "Legislação" em que há por enfoque analisar fatores com características regulatórias, os quais visam trazer mais confiança e segurança ao investidor, sendo a presença dessa categoria ser possível visualizar em praticamente todos os artigos da Instrução. A começar pelo artigo 1º quando coloca que a Instrução tem por fim assegurar a proteção dos investidores.

A proteção fornecida aos investidores é percebível em praticamente toda a norma, pois o regulador adotou diversas estratégias para assegurar isso, como no Art. 3º o qual garante ao investidor o direito, no prazo de 7 dias, de desistir do investimento, evitando que o adquira por impulso sem ponderar melhor os riscos e retorno da oferta. É observada, também no Art. 4º ao colocar um limite de valor que cada investidor pode aplicar nesse mercado sendo a regra limitada a R$10.000,00 por investidor dentro do ano-calendário, com algumas exceções em relação: ao investidor líder, investidor qualificado ou com renda bruta ou montante de investimentos superior a R$100.000,00; essa estratégia pode se entender como uma forma de diminuir o impacto sobre o patrimônio do investidor em caso da perda total ou parcial do capital investido e a exceção colocada ao investidor qualificado incentiva a presença desses usuários no mercado o que é algo positivo, pois corrobora com o estudo de Felipe e Ferreira (2020) ao concluir que as chances de sucesso das campanhas de *Equity Crowdfunding* aumentam com a participação do investidor qualificado. Outra questão é quando o regulador exige no Art. 5º que cada investidor firme o termo de ciência de risco, onde por si só isso é algo bom, pois faz com que ele tome obrigatoriamente consciência desses riscos.

As subcategorias de "Democratização de Acesso" e "Cultura de Investimento foram umas das menos percebidas na Instrução. Ao pensar sobre a "Democratização de Acesso" nota-se que a legislação por não traçar um capital elevado de investimento mínimo por investidor e não exigir que esse tenha certas características técnicas (com exceção para os que desejem investir acima de R$10.000,00 no ano) sinaliza um caráter democratizador, incentivando que toda a população que tenha o capital necessário possa aplicar e ter acesso a esse mercado. Um exemplo que reforça esse caráter é pelo Art. 18º, quando coloca que as informações devem ser divulgadas a todos os destinatários da oferta de forma equitativa, logo isso faz com que não se tenha grupos privilegiados e democratize o acesso à informação.

A parte de "Cultura de Investimento" foi pouco tratada dentro da norma, porém o regulador fez questão de no Art.25º abordar sobre esse tema ao colocar como um dos deveres

da plataforma de elaborar um material didático explicando sobre como ofertas funcionam, os procedimentos a serem adotados, sobre o direito de desistência do investidor, sobre os termos técnicos contidos no contrato da oferta, os riscos do investimento, orientação no sentido de frisar a importância de diversificar o portfólio de investimentos, a taxa de mortalidade de microempresas e empresas de pequeno porte, a dificuldade de avaliação do valor da empresa e entre outros fatores. Ou seja, observa-se que a obrigatoriedade da criação desse material sobre a plataforma indica que o regulador preocupou em fornecer as ferramentas necessárias aos investidores menos experientes para se instruírem sobre esse tipo de investimento.

4.1.3. Fatores Financeiros e de Performance

A subcategoria que mais se destacou nessa categoria foi a de "Relação Risco e Retorno Financeiro", especialmente na questão do Risco. A CVM teve todo uma preocupação, como já levantados nos tópicos anteriores, de fazer com que os investidores tenham noção dos riscos das campanhas e mais do que isso a norma traz diversos fatores em que interferem justamente para mitigar os principais riscos envolvidos. Quando por exemplo no Inciso V do Artigo 3º coloca que os recursos captados não podem ser usados para aquisição de participação em outras sociedades, concessão de créditos a outras sociedades; ou seja isso demonstra uma interferência do regulador para que os recursos arrecadados não sejam utilizados para fins diversos aos divulgados na campanha do projeto, evitando que empresa capte o recurso e utilize para outros fins que não dizem respeito as operações da empresa o que elevaria ainda mais o risco do investidor; e no Art. 5º quando coloca que as ofertas devem ser realizadas por somente uma plataforma registrada pela CVM, isso melhora o controle sobre a oferta e pode evitar que terceiros a copie e ofereçam em outras plataformas se passando pela empresa.

Outro fator importante na norma é o quesito de "Monitoramento de Indicadores", o qual é muito importante para que os investidores consigam tem acesso as informações necessárias para que dimensionem o crescimento das empresas que estão investindo e se estão agindo conforme acordado. É perceptível a importância que a CVM deu a esse fator ao colocar no Art. 20º que a relação contratual entre a plataforma e a empresa captadora deve conter cláusula estipulando o dever da empresa em enviar com periodicidade mínima semestral as informações essenciais da oferta, de acordo com o Anexo 8 da Instrução da CVM nº 588 de julho de 2017; dentre as várias informações solicitadas no Anexo 8 estão, por exemplo, as Demonstrações Contábeis da empresa o que permite aos investidores obterem alguns indicadores para acompanhar o crescimento do negócio.

Já com relação as subcategorias de “Liquidez” e “*Valuation”*, não foi encontrado grande influência positiva do regulador nesses tópicos. Em relação a liquidez, interpreta-se que a própria criação da norma já é um fator que melhorou a liquidez desse investimento, pois trouxe maior segurança jurídica aos investidores favorecendo o crescimento do mercado. Contudo, a CVM proibiu pelo Art. 28º a realização de atividades de intermediação secundária desses valores mobiliários, assim não há a existência de mercado secundário regulamentado para o *Crowdfunding* de investimento no Brasil, trazendo por consequência uma diminuição da liquidez do investimento, sendo um ponto negativo para os investidores.

No quesito “*Valuation”* a influência encontrada é que o regulador pontua a obrigatoriedade pelo Art. 25º de a plataforma informar aos investidores sobre a dificuldade em avaliar o valor da empresa durante a oferta e sobre a dificuldade em estimar o preço do valor do mobiliário após a oferta. Assim, a atuação da CVM foi mais no sentido de alertar que esse tipo de investimento é de difícil mensuração.

4.1.4. Fatores Operacionais

É uma das categorias mais presentes na norma, principalmente em relação a subcategoria de “*Due Diligence*” o que faz sentido visto que uma das preocupações do regulador como já discutido é fornecer proteção ao investidor. Ante isso, garantir que esses possam realizar a *due diligence* sobre os investimentos é uma forma de se conseguir essa proteção. Alguns artigos que se referem a isso são no Art. 3º em que no parágrafo 5º do inciso V coloca que a empresa que não estiver prestando as informações essenciais da oferta periodicamente fica impedida de realizar uma nova oferta pública; e no Art. 35º o qual admite a participação de investidor líder, o que é um ponto importante pois é algo positivo ter um investidor experiente para fazer a *due diligence* do investimento e auxiliar na tomada de decisão dos outros investidores.

A subcategoria de “Qualidade da Plataforma” está presente também na Instrução, a CVM coloca, por exemplo, no Art. 16º que caso a plataforma não demonstre capacidade financeira, técnica e operacional terá o pedido de autorização indeferido para operar como plataforma eletrônica de investimento participativo.

Em relação ao quesito de “Atuação da Plataforma de EC na Campanha” é um dos mais marcantes na norma, pois o regulador atribuiu diversas responsabilidades a plataforma durante e posteriormente a oferta pública. Essas obrigações são percebidas ao analisar o Art. 19º, o qual

coloca que a plataforma tem o dever agir com diligência garantindo no contrato entre os investidores e as empresas que todos os diretos acordados estejam presentes no documento, manter guardado o registro da participação de cada investidor na oferta, manter um serviço de atendimento ao investidor.

Além disso a CVM procurou restringir a atuação da plataforma, pelo Art. 28º na condução de suas atividades. A plataforma não pode utilizar material publicitário para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma (inc. IV), prometer rendimento pré-determinado aos investidores (inc. V), fazer recomendações personalizadas aos investidores (VII) e entre outros fatores. Isso mostra que o regulador tomou uma preocupação em restringir a atuação publicitária e persuasiva da plataforma sobre os investidores, possivelmente a fim de mitigar o risco de serem confundidos com uma sobrecarga de informações em diversos meios que dificultam a fiscalização da CVM.

A "Comunicação entre os *Stakeholders*" é muito presente na norma também, no caso a CVM exige que a plataforma, pelo inciso VI do Art. 19°, mantenha um fórum de comunicação restrito aos investidores para cada oferta o qual seja possível tirar dúvidas e interagir com os outros investidores.

O "*Pitch Deck"* com exceção de algumas limitações já discutidas é um fator pouco abordado pelo regulador, o que é até compreensivo visto que a estratégia que cada empresa se utilizará para convencer os investidores, desde que utilizando recursos legais, é particular de cada uma. Contudo cabe destacar novamente o Art. 25° em que o regulador obriga a plataforma a produzir um "material didático" informando assuntos relevantes sobre como funciona o mercado, isso poderia ser considerado uma influência no "Pitch Deck" a ser elaborado pela empresa, entretanto, talvez não de forma que sempre a favoreça, pois coloca a obrigatoriedade de informar alguns pontos negativos do *Crowdfunding* de investimento, apesar disso traz mais segurança aos investidores e ao mercado como um todo.

4.2. A Teoria da Regulação e o conflito de Agência

Diante dos dados analisados é possível ver que pela ótica da Teoria da Regulação a Instrução da CVM n° 588/2017 mitigou algumas falhas de mercado como:

(i) Assimetria informacional: em vários pontos da norma foi possível observar fatores que o regulador colocou no intuito de diminuir a assimetria informacional, como a

questão de todas as informações serem distribuídas equitativamente, a obrigatoriedade de a empresa prestar informações periódicas aos investidores (no mínimo semestralmente), a presença de investidor líder e sindicatos de investimentos e entre outros fatores;

(ii) Seleção adversa: pode-se observar que a CVM tomou várias precauções a fim de evitar uma desconfiança por parte dos investidores no mercado e correrem risco de não tomarem decisões fundamentadas. Uma das formas diminuir esse problema foi ao colocar a obrigatoriedade de a plataforma preparar um material didático explicando cada detalhe de como funciona a oferta pública de *Crowdfunding* de investimento e quais os principais riscos envolvidos; e aplicou uma barreira para evitar que plataformas cujos gestores tenham histórico de má conduta não tenham permissão de atuarem nesse mercado. Provavelmente isso e mais alguns outros mecanismos colocados na norma favoreçam o aumento da credibilidade do mercado e por sua vez o crescimento do setor a longo prazo.

(iii) Gerenciamento de resultados (risco moral): essa é uma falha complicada de acabar, pois o regulador não colocou a obrigatoriedade de serem feitas auditorias independentes nas empresas e em estas prestarem informações diretamente a CVM. Todavia isso é compressível visto que essa obrigatoriedade elevaria muito os custos de produção da informação e considerando que no *Crowdfunding* de investimento as empresas são geralmente pequenas e não possuem ainda um faturamento alto, essa exigência poderia inviabilizar o mercado. Contudo, o regulador não deixou de contemplar esse tópico, colocando a possiblidade da contratação de investidor líder e de sindicatos de investimento, sendo possível assim a realização mais acurada da *due diligence*.

(iv) Subprodução da informação: a CVM deixou explícito na norma quais informações essenciais são obrigatórias divulgar periodicamente às plataformas e aos investidores e as punições caso não sejam prestadas. Logo, isso evita que empresas que participem do mercado consigam o financiamento e não prestem as devidas informações com o argumento que o custo da informação é alto ou que podem ser usadas por terceiros que não contribuam para a empresa, pois caso não quisesse se indispor em divulgar as informações seria algo que as empresas deveriam ter ponderado antes de fazer a oferta pública;

Mediante a isso, o conflito de agência também é mitigado na norma seja pelo combate a assimetria informacional, como já citado, e principalmente com relação ao favorecimento da comunicação entre os agentes. Como já colocado, pelo inciso VI do Art. 19°, a plataforma deve manter um fórum de comunicação entre os investidores em que seja possível, fazer solicitações a empresa, tirar dúvidas e comunicar com os investidores. E toda essa comunicação pelo Art. 29º não pode ser deletada com o intuído de apagar comentário que discordem das premissas de desempenho futuro, a não ser pelo moderador quando se tem comunicações de ódio, cunho discriminatório e linguagem ofensiva. Logo esse canal, juntamente com os registros de comunicação constituem um mecanismo muito poderoso de aproximar os investidores da empresa, além de fazer com que suas solicitações de informações sejam atendidas e viabilizem a fiscalização da CVM em caso de ilegalidades. Concomitante a isso, o regulador deixa ainda a possibilidade da constituição de um investidor líder, que como colocado no artigo 35º visa reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores.

O fórum de comunicação é algo muito positivo, pois atende ao preconizado por Siqueira e Diniz (2017), quando coloca que a forma com que o investidor se informa tem relação com a propensão desse em investir no mercado de *Crowdfunding*.

Diante disso, é possível observar que a regulação ao combater essas importantes falhas de mercado e diminuir o conflito entre os agentes atua positivamente e concorda com o estudo de Pazini (2020) ao colocar que os fatores: “Ambiente”, “Operacionais”, “Financeiros e de Performance”, atuam como forças no contexto das campanhas de *Crowdfunding*.

5. CONCLUSÃO

O *Crowdfunding* é um mecanismo que tem enorme potencial de crescimento no Brasil, pois é de fato conhecido que o país tem juros altos em relação ao crédito bancário, além de ser de difícil acesso ao empreendedor quando esse esteja começando o negócio e não tenha tantas garantias a oferecer. Logo, o *Crowdfunding* vem se tornando uma ferramenta importante de financiamento para os pequenos empreendedores quaisquer sejam os meios adotados, sejam por: doação, recompensa, empréstimo e investimento.

Essa pesquisa teve por enfoque o *Crowdfunding* de investimento que como visto é uma modalidade muito atrativa, pois além de poder ajudar empresas a conseguirem créditos podem gerar benefícios econômicos a quem está investindo.

O objetivo do trabalho foi o de analisar a regulação do mercado de *Crowdfunding* de investimento no Brasil quanto ao alinhamento do interesse público. Logo, os resultados

permitiram atender a esse objetivo, pois foi verificado que a Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 atende ao interesse público, visto que: mitiga as principais falhas de mercado que a regulação visa combater; diminui o conflito de agência no sentido que traz vários mecanismos para favorecer a comunicação entre os agentes; e propicia o compartilhamento de informações essenciais para monitorar a empresa e tomar decisões fundamentadas.

Ante isso, como resposta à pergunta dessa pesquisa pode-se inferir que regulação pela Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 atende ao interesse público pelo combate as falhas de mercado como: assimetria informacional; seleção adversa; gerenciamento de resultados (risco moral) e subprodução da informação. Além disso, por favorecer o desenvolvimento do mercado, ao: diminuir o conflito entre os agentes e contemplar importantes fatores que influenciam os *stakeholders* e assim aumentem as chances de sucesso das campanhas.

Apesar dos vários riscos e incertezas, é possível observar que um cenário com a regulação contribuiu muito para o crescimento do mercado e trouxe mais segurança aos usuários. Antes, se refletir bem e até hoje, muitas pessoas emprestavam dinheiro a outros com o intuito de ajudar, seja um amigo, parente ou até mesmo um desconhecido, com a finalidade desses poderem realizar seus projetos; porém a pessoa que emprestava não tinha nenhuma garantia e caso o dinheiro fosse usado para outro fim era muito difícil conseguir reaver o dinheiro. Com a regulação essa prática toma outra dimensão, pois cada oferta pública passa por filtros, a começar pela própria plataforma ao tentar solicitar o registro na CVM tendo que comprovar capacidade técnica, financeira e operacional; outra filtragem é quando a empresa tenta contratar a plataforma, devendo a plataforma fazer toda a averiguação da legalidade da empresa que solicita e tomar todas as precauções necessárias para essa não haja de má fé, e por último tem as limitações impostas aos próprios investidores devendo o valor de sua compra respeitar o limite anual estabelecido pelo regulador a fim de que não comprometa muito de seu patrimônio com um investimento tão arriscado.

Contudo, nota-se com essa pesquisa uma complexidade regulatória que apesar ser essencial para garantir a segurança do mercado, pode restringir esse investimento as classes mais ricas da sociedade, corroborando com os resultados de pesquisa de Siqueira e Diniz (2017) que verificaram que o perfil que geralmente investe no Crowdfunding de investimento são os que possuem maior expertise e renda familiar acima de R$17.600,00.

Não obstante, com o intuito de sugerir melhorias ao aperfeiçoamento da regulamentação, sugere-se a criação de um mercado secundário seguro a fim de melhorar a

liquidez sobre o investimento. Também atuar mais no fator de “Cultura de Investimento”, tornando o *Crowdfunding* mais conhecido pela sociedade, principalmente dentro das classes mais populares. Além disso, incentivar mais na norma a questão de “Compreensão e Engajamento com o Negócio e com o Mercado de Atuação”, pois isso poderia incentivar a presença de investidores que conheçam bem o produto ou serviço produzidos pelas empresas diante das especificidades de cada negócio; isso favoreceria decisões mais fundamentadas entre os investidores e a melhora da comunicação desses com a empresa. Entretanto, esses avanços devem passar pela ponderação do custo oportunidade entre as vantagens da interferência do regulador e o custo pela perda da autonomia de criatividade e ação dos agentes.

As limitações de pesquisa, foram a carga de subjetividade ao quantificar a presença das categoriais e indicadores na norma. Outra limitação é em relação a parte prática de ser necessário pesquisas mais aprofundadas a fim de verificar se a atuação das plataformas eletrônicas de investimento participativo, das empresas captadoras e dos investidores estão condizentes com as diretrizes estabelecidas pela CVM. Essa verificação prática, permitiria observar se estão respeitando a Instrução e no outro lado se as denúncias de irregularidades feitas a CVM estão sendo ouvidas, devidamente investigadas e se for o caso punidas. Com isso seria possível ter uma ideia melhor se a atuação do regulador está efetivamente atendendo ao interesse público.

O diferencial desse trabalho frente as demais pesquisas da literatura é que permitiu pela técnica de análise de conteúdo um olhar crítico sobre a regulação do mercado de *Crowdfunding* de investimento através da Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. A regulamentação por ser recente necessita de críticas bem fundamentadas a fim de verificar a adequação de sua finalidade e aspectos de melhoria para o desenvolvimento desse mercado no Brasil, logo esse trabalho contribui com essa demanda.

Como sugestões de pesquisa sugere-se que sejam feitos estudos sobre as plataformas de investimento participativo, levantando o perfil de cada uma e verificando a performance dos investimentos concluídos a fim de se ter uma noção de como o mercado vêm crescendo no Brasil após a regulação.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, Ajay, CATALINI, Christian, & GOLDFARB, Avi. Some simple economics of crowdfunding. **National Bureau of Economic Research**, ed. Josh Lerner and Scott Stern, 63 – 97**,** v. 14, University of Chicago Press. 2014

ALMEIDA, Karla Katiuscia Nóbrega de; FRANÇA, Robério Dantas de (org.). **Teorias aplicadas à pesquisa em contabilidade:** uma introdução às teorias econômicas, organizacionais e comportamentais. João Pessoa, PB: Editora UFPB, 2021. 316 p.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa/Portugal: Edições 70, 1977. 225 p. Tradução de: Luís Antero Neto e Augusto Pinheiro.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 5, 585-609, 2014.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Coleção de Leis do Brasil**, Brasília, DF, v. 7, p. 70, Dez. 1976. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1970-1979/lei-6385-7-dezembro-1976-357234-publicacaooriginal-1-pl.html . Acesso em: 03 maio. 2021.

BRASIL. Lei nº10.303, de 31 de outubro de 2001. **Diário Oficial da União**. Poder Executivo, Brasília, DF, 01 nov. 2001. c. 1, p. 4. Disponível em: http://legis.senado.leg.br/norma/552179 . Acesso em: 3 maio. 2021.

COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding:** Natureza do Regime Jurídico. São Paulo: Grupo Almedina (Portugal), 2018. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584933150/. Acesso em: 03 de maio. 2021.

CVM. **Caderno 12**: Crowdfunding de investimento / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 42p. (Cadernos CVM, 12) Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-12.pdf . Acesso em: 22 fev. 2021.

CVM. **Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017**: com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 609/19. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html. Acesso em: 03 maio. 2021.

FELIPE, Israel José dos Santos. **Determinantes do sucesso de campanhas de Equity e de Reward Crowdfunding.** 2017. Tese de Doutorado - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo,

2017. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace;/bitstream/handle/10438/19018/Tese%20Israel%20Felipe.pdf. Acesso em: 03 maio. 2021.

FELIPE, Israel José dos Santos; FERREIRA, Bruno César Franca. Determinantes do sucesso de campanhas de Equity Crowdfunding. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 31, n. 84, p. 560-573, 2020.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, University of Rochester, Rochester, NY, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KOTHARI, S. P.; RAMANNA, Karthik; SKINNER, Douglas J. Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 246-286, 2010.

LOPES, Inês Sofia Dias. **Equity crowdfunding:** a governação da sociedade financiada. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito e Gestão) – Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2018.

MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding**:** An exploratory study. **Journal of business venturing**, v. 29, n. 1, p. 1-16, 2014.

MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil:** uma análise sobre as motivações de quem participa. 2014. Dissertação de Mestrado - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13384/Dissertacao%20-%20Monica%20Penido%20Monteiro%20-%20Versao%20Final_aprovada.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 03 maio. 2021.

NIYAMA, Jorge Katsumi; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Teoria da contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

PAZINI, Gustavo André. **Fatores de influência na captação de recursos financeiros para startups em campanhas de Equity Crowdfunding**. 2020. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de Caxias do Sul, Caxias do Sul, 2020.

POSNER, Richard A. Theories of economic regulation. **National Bureau of Economics Research, New York,** No. 41, 1974.

SIQUEIRA, Érica Souza.; DINIZ, Eduardo Henrique. Equity Crowdfunding no Brasil: Características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor. *In:* SEMINÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO - XX SEMEAD, 2017**,** São Paulo, **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2017.

ZACHARAKIS, Andrew; DROVER, Will. Researching Crowdfunding? Start Here. **Babson Thought & Action**, Babson College, Set. 2013. Disponível em: https://entrepreneurship.babson.edu/researching-crowdfunding-start-here/. Acesso em: 06 maio. 2021.