

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O CROWDFUNDING: LIMITES E POSSIBILIDADES

Matheus Marques

CAMPINAS
2015

MATHEUS MARQUES

O *CROWDFUNDING*: LIMITES E POSSIBILIDADES

Monografia apresentada ao Curso de
Ciências Econômicas da Universidade
Estadual de Campinas, como requisito
parcial para obtenção do título de
Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Edgard Antonio Pereira

CAMPINAS
2015

TERMO DE APROVAÇÃO
Matheus Marques

O CROWDFUNDING: LIMITES E POSSIBILIDADES

Esta monografia foi julgada e aprovada para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas no Programa de Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas

Campinas, 12 de Janeiro de 2015.

Graduação em Ciências Econômicas
Universidade Estadual de Campinas

Orientador: Prof. Dr. Edgard Antonio Pereira
Universidade Estadual de Campinas

Examinadora: Prof^a. Dr^a. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti
Universidade Estadual de Campinas

AGRADECIMENTOS

Impossível não colocar minha família em primeiro lugar, por todo carinho e suporte dado durante a graduação, principalmente nos momentos mais difíceis. Agradeço também aos amigos feitos ao longo da estadia em Campinas, que é o círculo de amizades que levarei pra vida inteira. Meu sincero agradecimento a alguns professores do IE e da Unicamp, que de uma maneira ou de outra acreditaram em mim.

RESUMO

Essa monografia tem como objetivo apresentar o *Crowdfunding* em suas mais diversas facetas, mostrando dados históricos sobre sua evolução regional e por tipo de plataforma. Analisaremos como está esse mercado no Brasil e no mundo. Faremos um esforço de inserir o *Crowdfunding* num arcabouço teórico que compreende diversas áreas do conhecimento, com especial atenção ao debate sobre a regulação do mercado de capitais.

Palavras-chave: *Crowdfunding*, financiamento coletivo, internet 2.0, valores mobiliários, *securities*, regulação do mercado de capitais, inovação.

ABSTRACT

This study aims to introduce the Crowdfunding in its various facets, showing historical data on its regional development and by platform types. We will analyze how is this market in Brazil and worldwide. We will make an effort to put the Crowdfunding a theoretical framework comprising different areas of knowledge, with special attention to the debate on the regulation of capital markets.

Keywords: Crowdfunding, web 2.0, securities, capital markets regulation, innovation.

Sumário

Prefácio.....	8
Primeiro Capítulo: O <i>Crowdfunding</i>	9
1.1 Definição do tema e contexto	9
1.2 Mecanismo de funcionamento	13
1.3 Cronologia e relevância do tema	15
1.4 Os determinantes do <i>Crowdfunding</i>	18
1.5 Uma tipologia para o <i>Crowdfunding</i>	19
Tipologia por existência e tipo de retorno para os apoiadores	20
Tipologia por modelo de financiamento	27
1.6 Algumas estatísticas para o <i>Crowdfunding</i>	28
Segundo Capítulo – desdobramentos do tema.....	32
2.1 Razões teóricas e antecessores.....	32
Custos de transação	33
Inovações.....	34
Meios de pagamentos eletrônicos	35
O sistema <i>peer-to peer</i> (P2P)	35
Web 2.0 ou web colaborativa.....	36
A cauda longa.....	36
A sabedoria das multidões.....	38
<i>Wikinomics</i>	38
<i>Crowdsourcing</i>	39
Microfinanças.....	40
2.2 A questão regulatória	40
O <i>Crowdfunding</i> transaciona <i>securities</i> ?	42
Seriam as CFP’s bolsas de valores?	44
Seriam as CFP’s corretoras?	44
Seriam as CFP’s consultorias de investimento?.....	44
Discussão sobre a regulamentação do <i>Crowdfunding</i>	47
Estudo de caso – o JOBS Act e a regulação do <i>Crowdfunding</i> nos EUA.....	48
2.3 Os riscos e benefícios do <i>Crowdfunding</i>	53
Os benefícios do <i>Crowdfunding</i>	55
Os riscos do <i>Crowdfunding</i>	56

2.4 Um ecossistema para o <i>Crowdfunding</i>	62
Terceiro Capítulo – O <i>Crowdfunding</i> no mundo.....	63
3.1 Composição do mercado mundial e crescimento	63
3.2 Oportunidades para o <i>Crowdfunding</i> no mundo em desenvolvimento	67
3.3 O <i>Crowdfunding</i> em vários países	71
Estados Unidos.....	71
Europa	71
Outras regiões.....	76
3.4 Quadros comparativos	77
3.5 A institucionalização do <i>Crowdfunding</i>	82
3.6 Tendências	83
Quarto Capítulo – O <i>Crowdfunding</i> no Brasil.....	87
4.1 Um panorama sobre fontes de financiamento no Brasil	87
4.2 A prontidão do <i>Crowdfunding</i> no Brasil.....	91
4.3 Histórico da regulação brasileira no mercado de capitais.....	93
4.4 Plataformas Brasileiras	100
4.5 Perfil do <i>Crowdfunding</i> no Brasil	105
Quinto capítulo – conclusões.....	113
REFERÊNCIAS	116

Prefácio

Recolher quantias em dinheiro através do público para o financiamento de projetos e atividades econômicas é uma atividade corriqueira e sempre esteve na essência do mercado financeiro. O desenvolvimento tecnológico, do arcabouço institucional e regulatório e o aprendizado oriundo das crises culminaram em um dos mercados mais regulados e talvez mais sofisticados do mundo.

Nas décadas de 1990 e 2000 observou-se uma significativa redução nos custos de transação no mercado secundário, com o desenvolvimento de tecnologias que possibilitaram a ampliação do acesso a esse mercado para novos investidores. Essa revolução agora está acontecendo no mercado primário, aumentando as oportunidades para solicitantes de capital e democratizando as finanças ainda mais, para um público cada vez menos especializado.

Nesse trabalho abordaremos o *Crowdfunding* não apenas como um fenômeno econômico-financeiro, mas também com determinantes sociais, culturais e tecnológicos. Acreditamos que esse tema é apenas uma manifestação de um movimento mais abrangente, relacionado principalmente ao desenvolvimento e ampliação do acesso à internet. As alterações no modo de produção, distribuição e compartilhamento de mídias, a contestação do jornalismo tradicional, a articulação política através das redes sociais, a economia colaborativa, a economia compartilhada e – por que não? – o *Crowdfunding* são elementos interconectados que estão promovendo o **empoderamento do indivíduo**.

Indivíduos não desempenham apenas os papéis de trabalhado e de consumidor. Cada vez mais o indivíduo comum é também o editor, o criador de conteúdo, o crítico, o empreendedor e o investidor.

Primeiro Capítulo: O *Crowdfunding*

Nesse capítulo nos esforçaremos para mostrar o fenômeno do *Crowdfunding* em suas múltiplas facetas. Começaremos com a delimitação do tema, apresentando alguns conceitos referentes a esse universo e o contexto qual está inserido. Posteriormente trataremos do mecanismo de funcionamento e como os agentes operam nesse mercado. Na terceira seção apontaremos momentos históricos importantes para o desenvolvimento do *Crowdfunding*. A seção seguinte discorre sobre o que determina a existência (e o grau de desenvolvimento) do *Crowdfunding*. A quinta seção talvez seja a mais importante desse capítulo, fornecendo a tipologia do mercado, a aplicação mais adequada por cada tipo. Dados estatísticos muito ricos embasam nossas conclusões. A última seção apresenta algumas métricas criadas para avaliar esse novo mercado, fornecendo séries históricas sobre as mesmas.

1.1 Definição do tema e contexto

Todas as transações econômicas são, em um grau ou outro, incorporadas nas redes de relações pessoais e sociais, e essas relações tendem a afetar a alocação e o custo do capital (MASSOLUTION, 2013). Estudiosos do tema argumentam que o *Crowdfunding* poderá causar mudanças qualitativas significantes no modo como o público em geral utiliza a sua poupança. Para LAWTON & MAROM “da mesma maneira que as redes sociais mudaram a forma que alocamos nosso tempo, o *Crowdfunding* irá mudar a forma como alocamos nosso capital.”¹

Segundo BRADFORD (2012), “*Crowdfunding é o uso da Internet para levantar fundos através de pequenas contribuições por um grande número de investidores*²” e pode significar uma revolução no mercado financeiro. Traduzido para o português temos algo como “financiamento coletivo”. Em uma definição bem rápida e tacaña, o *Crowdfunding* pode ser compreendido como um tipo de rede social em que os usuários são empreendedores e investidores. Os primeiros divulgam seus projetos em busca de financiamento, e os outros buscam empregar seu estoque de capital nos projetos de sua preferência. Além de ampliar o mercado de crédito, possibilitando a participação de um maior número de agentes, esse modelo de crédito permite que tomadores de empréstimo paguem menores taxas de juros que pagariam no mercado de crédito tradicional, e por outro lado que os emprestadores atinjam

¹ “In the same way that social networking changed how we allocate our time, crowdfunding will change how we allocate capital.

² Crowdfunding (is) the use of the Internet to raise Money through small contributions from a large number of investors.

maiores taxas de retorno do capital emprestado. O *Crowdfunding* tira vantagem principalmente das decisões tomadas pela multidão (o *crowd*), o uso de redes sociais e a natureza viral da comunicação na internet.

Entretanto, a definição de Bradford se mostra muito limitada ao não especificar o **mecanismo** qual o *Crowdfunding* se opera atualmente. A definição mais completa do tema que registramos nesse estudo foi dada pela empresa MASSOLUTION (2013), onde

Crowdfunding se refere a qualquer tipo de formação de capital onde tanto necessidades de financiamento e propostas de financiamento são comunicadas amplamente, através de uma chamada aberta (open call), em um fórum onde a chamada pode ser avaliada por um grande grupo de indivíduos, a multidão (the crowd). Esse esforço é referido como uma campanha de crowdfunding (crowdfunding campaign) e a pessoa ou companhia que está encarregado pela campanha é referida como o responsável pela campanha (campaign owner).³

A ferramenta que então possibilita o *Crowdfunding* são as *plataformas de Crowdfunding*. São elas que abrigam as campanhas e fornecem a comunicação entre os donos das campanhas e aos membros do *crowd*. Com o surgimento da Web 2.0 essas chamadas abertas usam a comunicação aberta e as propostas por financiamento transformaram-se em atividades colaborativas através das redes sociais. No capítulo 2 exploraremos melhor o tema da Web 2.0 bem como demais determinantes do *Crowdfunding*.

Em pesquisa divulgada pela MASSOLUTION (2013), há o relato de que existam atualmente cerca de 813 plataformas de *Crowdfunding* (CFP's) pelo mundo. O ano de 2012 foi o de aceleração dessa nova indústria, pois o *Crowdfunding* levantou um total de US\$2,7 bilhões, comparado com o valor de US\$1,5 bilhões em 2011. Podemos ver na Tabela 1.1 a previsão para 2013 (US\$5,1 bilhões) e as taxas de crescimento desse mercado, que quase dobrou de tamanho nos dois últimos anos.

Tabela 1.1: Evolução global do *Crowdfunding*

Valor em US\$ milhões			Taxa de crescimento		
2011	2012	2013*	2011	2012	2013*
1.500	2.700	5.100	64%	81%	89%

Fonte: Massolution. Elaboração própria. *estimativa

³ Crowdfunding refers to any kind of capital formation where both funding needs and funding purposes are communicated broadly, via an open call, in a forum where the call can be evaluated by a large group of individuals, the crowd. The outreach is referred to as a crowdfunding campaign and the person or company who is in charge of the campaign is referred to as the campaign owner.

Para facilitar a leitura, adotaremos a sigla “CF” para referir-se a “Crowdfunding” nesse trabalho. Utilizaremos a expressão “plataformas de crowdfunding” ou “CFP’s” para designar as empresas baseadas na internet que promovem esse modelo de negócio.

O *Crowdfunding* atuaria também **reduzindo os custos de transação**, pois a internet permite um grande número de negociações sem incrementos de custo:

No passado, os custos de transação associados em levantar pequenas quantidades de um grande número de investidores faria o Crowdfunding impraticável, mas a Internet reduziu significativamente esses custos de transação.⁴ (BRADFORD, 2012).

Esse tema tem ganhado cada vez mais relevância, ao ponto do BANCO MUNDIAL (2013) considerar o *Crowdfunding* como uma **inovação disruptiva** do mercado financeiro e um importante mecanismo de desenvolvimento econômico para as economias em desenvolvimento. A instituição implicitamente se mostrou favorável ao CF e seu relatório fornece diretrizes para que as nações possam desenvolver esse mercado de modo responsável e sustentável. Em prefácio nesse relatório, o co-fundador da America Online, Steve Case, salienta:

Agora é o tempo para líderes no mundo em desenvolvimento engajar em uma corajosa discussão e análise em relação ao crowdfunding e como isso deve ser utilizado para beneficiar negócios e comunidades desde que providenciem garantias prudentes e proteção ao investidor. (...) Se bem-sucedido, o crowdfunding poderia promover “**a ascensão do resto**” e irá desempenhar um papel fundamental para desencadear crescimento econômico, inovações e empregos.⁵ (BANCO MUNDIAL, pp 5, grifo meu)

Pessoas estão participando no *Crowdfunding* por diversos motivos:

- ✓ Porque estão pessoalmente interessadas em um tema, negócio ou projeto;
- ✓ Para se sentirem parte de algo maior que elas mesmas;
- ✓ Para ajudar outras pessoas a alcançarem uma meta ou seguirem seus sonhos;
- ✓ Para receber uma recompensa pela sua participação;
- ✓ Para receber retornos financeiros;
- ✓ Para apoiar o desenvolvimento econômico.

⁴In the past, the transaction costs associated with raising small amounts from a large number of investors would have made crowdfunding unworkable, but the Internet has significantly reduced those transaction costs.

⁵Now is the time for leaders in the developing world to engage in a spirited discussion and analysis regarding crowdfunding and how it should be utilized to benefit businesses and communities while providing prudent safeguards and investor protections. (...) If successful, crowdfunding can support “the Rise of the Rest” and will play a key role in sparking economic growth, innovation, and jobs.

A abrangência do CF se dá principalmente na demanda de pequenos montantes de crédito, que não são atendidos eficientemente pelo mercado tradicional, porém grandes montantes podem ser alcançados. Os mercados tradicionais exigem elevadas taxas de juros e consideráveis custos fixos, como o custo de contrato. Através das plataformas de *Crowdfunding* é possível arrecadar montantes pequenos ou elevados, levantar fundos em qualquer parte do mundo pagando taxas de juros menores – ou até sem pagar taxa de juro. Por outro lado, as pessoas desejam empenhar seu dinheiro em alternativas que rendam maiores juros que os depósitos tradicionais. Segundo AVERY:

Então há um consenso geral que os bancos não são tão bons em avaliar o risco do crédito (...). Finalmente, some-se uma população descontente que ficaria feliz em ver os Bancos desintermediados, e talvez não seja surpresa que o Crowdfunding esteja recebendo um apoio crescente.⁶ (AVERY, pp 71)

Pequenos negócios, em particular as startups, têm dificuldades em levantar o dinheiro necessário para efetivar seus projetos. Assim, muitos deles potencialmente promissores não são nem iniciados, o que pode ser considerado uma ineficiência do sistema econômico. Os tipos tradicionais para o financiamento são: bancos, capital de risco, lucros internos e o **círculo social pessoal dos empreendedores**, o que demonstra a importância dos relacionamentos entre as pessoas no levantamento de fundos (BRADFORD, 2012). A modalidade de venture capital ou capital de risco, por outro lado, é mais amigável ao risco que o crédito bancário, mas em geral procura por montantes elevados de capital a ser investido. O CF então vem a amenizar esses dois problemas: limitações ao montante mínimo por um lado, e da diversificação do risco por outro, já que diferentes projetos estão listados nas plataformas, permitindo que o investidor pulverize o seu capital em projetos diversos.

No Quadro 1.1 temos uma comparação entre algumas fontes de capital disponíveis. Geralmente os investimentos em startups se iniciam com investidores-anjo, que são empreendedores experientes. Posteriormente os fundos de capital de risco (*venture capital*), que são mais estruturados que os investidores iniciais. Com o crescimento da startup pode haver o interesse de aportes de fundos de *private equity*, com ainda maior poder de investimento. Se a empresa crescer ainda mais, o último degrau no ciclo de investimentos é o lançamento de ações na bolsa, ou a compra por outra empresa interessada ou ainda a fusão. Nesse momento é que os investidores das etapas passadas adquirem os maiores retornos do

⁶ Then there is the general consensus that Banks are not particularly good at assessing credit risk (...) Finally, add in a disgruntled populace who would be happy to see Banks disintermediated, and it is perhaps unsurprising that crowdfunding is receiving increasing support.

investimento. O que o Crowdfunding introduziu é uma etapa inicial a dos investidores-anjo, e posterior ao capital semente, identificada como uma lacuna de investimento, por não existirem agentes que suprissem essa necessidade intermediária de investimento (FERRARI, 2014).

Quadro 1.1: comparação entre fontes de capital disponíveis

	Equity crowdfunding	Investidores-anjo	Capitalista de risco
Experiência	Diversas origens, muitos não têm nenhuma experiência com investimentos.	Ex-empresários.	Muitos trabalharam com finanças, consultoria ou mesmo na indústria.
Origem do investimento	Capital próprio.	Capital próprio.	Administram fundos ou o dinheiro de outras pessoas.
Relacionamento	Através da CFP.	Grupos de investidores, redes pessoais.	Redes pessoais e busca proativa de contatos.
Proximidade geográfica dos investimentos	Como os investimentos são feitos online, há uma boa distância do empreendimento.	A maioria dos investimentos é local, a algumas horas de direção.	Investimentos feitos a nível nacional e internacional com o suporte de alguns parceiros estrangeiros.
Papel após o investimento	Depende de cada investidor individualmente, mas a maioria permanece passivo. Algumas CFP's representam o interesse dos investidores.	Ativamente, o investidor anjo também “põe a mão na massa” para desenvolver o negócio.	Estrategicamente, aconselhamento à diretoria.

Fonte: WILSON, Karen E. & TESTONI, Marco pp 6. Adaptado.

1.2 Mecanismo de funcionamento

Inicialmente o empreendedor (*campaign owner*) faz um pedido público (*open call*) no site (*crowdfunding platform*) e um cadastro. Ele deve descrever o projeto ou produto e o que deve fazer com o dinheiro arrecadado. Ele também indica o que as pessoas irão ganhar em troca da contribuição (*perks, rewards, interest rates*). Por outro lado, os investidores (apoiadores, *crowdfunders* ou *crowdinvestors*) tem uma vasta lista com vários projetos, e decidem em quais ele quer investir. Eles podem investir em várias faixas de montantes diferentes – que indicam tipos de recompensas diferentes. Os sites geralmente facilitam (ou controlam) as transações e os meios de pagamento implicantes.

Geralmente os montantes totais solicitados são baixos, mas isso não é regra geral. Os estudos de BRADFORD (2012) mostram que o valor médio arrecado por projeto, dentro das plataformas analisadas, foi de US\$28.583,00 por projeto, sendo que o maior montante arrecadado por um único projeto foi de US\$82 milhões.

O *Crowdfunding* não é uma via de acesso fácil para se conseguir dinheiro. É necessário empenho para se construir garantias, desenvolver um projeto, direcionar campanhas de marketing e buscar comunidades relevantes ao projeto. Segundo Rhydian Lewis, do site RateSetter (AVERY), o CF não é uma alternativa para pessoas que não conseguem tomar empréstimos mas as pessoas estão usando esse modelo pois ele é mais barato que o banco (BRADFORD, op cit pp 74). A grande novidade é que as CFP's (por meio da tecnologia e da internet) permitem isso a um custo muito baixo, e permite o encontro entre milhares de projetos e outros tantos de prestadores. Inclusive, os investidores-anjo estão começando a considerar o CF uma alternativa.

Além disso, as plataformas podem sinalizar projetos promissores aos grandes investidores de uma maneira natural. Se muitas pessoas estão financiando um projeto, isso sinaliza que ele é bem aceito frente à comunidade, e tem perspectivas de relativo sucesso. Outra questão é que o CF permite que um maior número de projetos sejam publicados e avaliados, reduzindo os custos de prospecção dos investidores-anjo, além de permitir a **diluição do risco** já que eles podem investir em diversos projetos. Por último, as plataformas trazem muita transparência no desenvolvimento dos projetos e no processo de financiamento. Os projetos listados podem publicar o quanto de informações eles julgam relevante. São estimulados a criação de fóruns e o diálogo aberto entre os possíveis financiadores. Inclusive, **a interação com o público passa a ser um mecanismo importante na mitigação dos riscos de fraude e de execução.** E esse método de avaliação de risco é feito naturalmente, com praticamente custo zero. O CF poderia ainda promover a educação financeira da população que fizesse uso desse modelo de investimento. As plataformas permitem a participação de pessoas que não são necessariamente especializadas, mas elas deverão analisar os projetos, cada qual com uma taxa de retorno e risco próprios, e então fazer sua opção de investimento.

Muitos dos apoiadores não possuem uma conexão pessoal com o projeto ou com o dono da campanha, então há uma dinâmica que faz uma campanha ganhar suporte fora do círculo pessoal dos empreendedores. Isso acontece, pois o CF se utiliza da web 2.0 e suas grandes forças, que é o uso de redes sociais e sua estrutura que facilita a comunicação, a confiança e em último caso a “generosidade de estranhos”. Com isso, as redes sociais dos

empreendedores, ampliadas pela web 2.0, têm o potencial de influenciar em vários estágios do processo empreendedor, seja a descoberta de uma oportunidade, formação de times, a aquisição de recursos e obviamente o crescimento e desempenho do negócio propriamente dito. Redes sociais amplas e diversas terão mais sucesso em mobilizar esses esforços em torno de um objetivo comum do que redes sociais fracas e inativas. Um estudo (MOLLICK, 2012) mostra que há uma correlação positiva entre o número de amigos em redes sociais que um dono de campanha tem e a probabilidade de ter sua meta de financiamento alcançada.

Os laços sociais importam para as transações econômicas porque os agentes criam expectativas de confiança e reciprocidade. Esses laços funcionariam também como um sinal para outros agentes sobre a reputação dos agentes envolvidos em um negócio. Isso é conhecido como **prova social** e está estritamente relacionado ao comportamento dos agentes em ambiente de incerteza. **Laços sociais fortes** (círculo social mais próximo) são muito importantes para os primeiros momentos do financiamento, apesar de numericamente pequeno em quantidade de apoiadores e montante levantado, pois servirá como sinalizador para a rede social ampliada, isso é, entre os **laços fracos** da rede social do empreendedor. Depois de engajar os laços fracos há a possibilidade de o projeto atingir pessoas que não possuem nenhum vínculo qualquer com o empreendedor, ou seja, o projeto extrapola as comunidades inicialmente relacionadas a ele. Esse processo ficou conhecido como **A Força dos Laços Fracos** (GRANOVETTER, 1973).

O potencial do CF se mostra impressionante por dois fatores. Primeiramente, não houve **nenhum** caso de fraude bem-sucedida relatada pelas CFP's até o momento. Segundo, o mecanismo do CF têm apresentado relativas altas taxas de sucesso (projetos bem-sucedidos). Dados da ASSOBS (*Australian Small Stock Offering Board*) mostram que a mortalidade de empresas fundadas pelo CF é menor do que a das empresas não-fundadas por esse mecanismo. Enquanto 86% das empresas fundadas pela ASSOBS continuam operando após sete anos, 40% das empresas financiadas fora do site falham após três anos.

1.3 Cronologia e relevância do tema

O conceito do CF não é inteiramente novo, mas é nova a sua forma baseada na web, que surgiu a partir da crise financeira de 2008, onde as fontes tradicionais de financiamento

escassearam. Artistas e empreendedores, então, passaram a procurar por financiamento em outros lugares. Breve cronologia⁷:

- *Securities Act* de 1933: lei instituída após a crise de 29 para evitar fraudes e manias de ativos. Prioriza a proteção do investidor em detrimento da formação de capital, pois torna acesso ao o mercado de capitais excessivamente custoso e burocratizado;
- Kiva é criado em 2005: website que foi o precursor do financiamento através da web, e que existe até hoje;
- O termo “crowdfunding” é utilizado pela primeira vez em 2006 (KEVIN Lawton & DAN Maron);
- Eclusão da crise de 2008 restringe o acesso às fontes tradicionais de financiamento, sobretudo na Europa. Artistas e empreendedores começam a buscar capital em fontes alternativas;
- Obama se elege em 2008: arrecadou US\$750 milhões na internet através de 4 milhões de doadores;
- Em 2009 a KickStarter é lançada, considerada hoje a maior CPF do mundo. Desde seu lançamento, o site conseguiu levantar cerca de US\$1 bilhão através de 7,4 milhões de apoiadores, financiando com sucesso um total de 73 mil campanhas⁸;
- Em Abril de 2012 Obama institui o JOBS Act - *Jumpstart Our Business Startup* – propondo facilitar a formação de capital de pequenas e médias empresas e a regulação do mercado de CF nos Estados Unidos. A primeira parte da proposta já foi aprovada e está funcionando, faltando à SEC aprovar a segunda parte;
- Em 2013 o Projeto Pebble levantou US\$10,2 milhões através do Kickstarter (FERRARI, 2014). Trata-se de um *smartwatch*, um relógio de pulso com conexão à internet e aplicativos e vendeu 300 mil unidades. Foi um dos primeiros projetos à chegar na casa de dezena de milhões;
- Em Abril de 2014 o Facebook compra a empresa Oculus VR Inc. pelo valor de US\$2 bilhões. A empresa levantou no site KickStarter o montante de US\$2,4

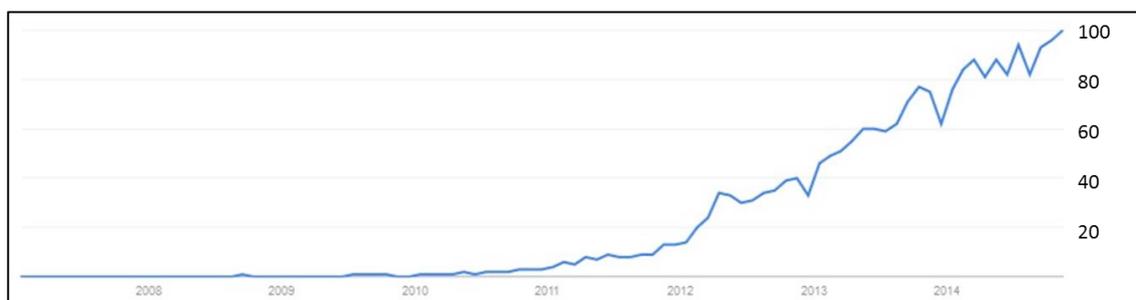
⁷ Cronologia elaborada a partir de diversas fontes.

⁸ KickStarter - <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=footer> acessado em 09/11 /2014.

milhões para iniciar a produção de uma plataforma de realidade virtual (BARNETT, 2014).

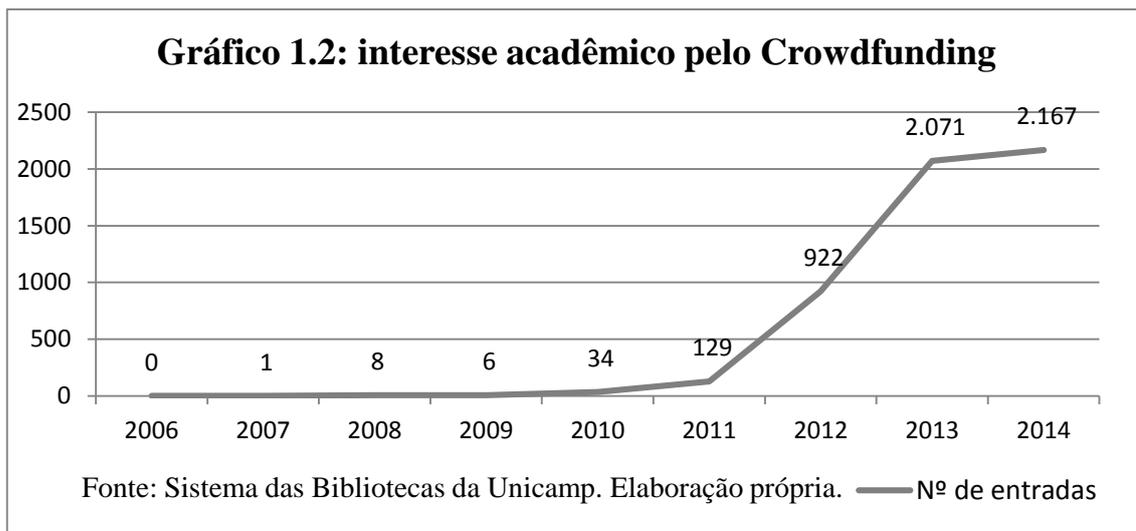
Alternativamente podemos verificar o crescimento vertiginoso da relevância do nosso tema de estudo. Em consulta rápida no Google, temos nada menos que 24.200.000 resultados para o termo “crowdfunding”. Como comparação, o termo “bancos” fornece 36.200.000 resultados. Outra ferramenta do Google, o Google Trends, fornece a taxa de interesse de um dado tema numa escala que vai de 0 a 100, de acordo com o número de consultas realizadas num dado período em comparação com o número de consultas feitas em sua totalidade, para o mesmo tema. O Gráfico1.1 ilustra o rápido crescimento pelo interesse em Crowdfunding a partir de 2011.

Gráfico1.1: interesse global pelo Crowdfunding



Fonte: Google Trends. Adaptado. Disponível em:
<http://www.google.com.br/trends/explore#q=crowdfunding>

A mesma tendência se verifica no interesse acadêmico pelo CF. Consultando a base de dados integrada do Sistema de Bibliotecas da Unicamp, podemos obter um gráfico semelhante que fornece o número de artigos e publicações durante os anos. Mais uma vez o ano de 2011 se mostra como um ponto de ignição sobre o tema, passando de 129 resultados para 2.167 resultados em 2014 (vide Gráfico1.2). O interesse acadêmico pelo tema tende a se estabilizar nesse patamar, ou seja, aumentará numa velocidade menor que a fase de “boom” mostrada entre 2011 e 2013.



1.4 Os determinantes do *Crowdfunding*

Para tentar compreender o que determina o a existência do CF em um determinado país, o BANCO MUNDIAL (2013) utilizou-se de um modelo de regressão que tenta relacionar o número de CPF's, a variável dependente, com outras variáveis-chaves, a saber:

- **Variáveis cognitivas:** há uma pequena correlação positiva entre o grau educacional da população economicamente ativa e o número de CPF's;
- **Variáveis normativas:** são variáveis que derivam do comportamento da sociedade. Nisso, vemos uma correlação negativa entre o grau de aversão ao risco e o número de CPF's;
- **Variáveis regulatórias:** consideram a rigidez e eficiência da regulação local, bem como os custos de entrada e saída de uma empresa e a força da proteção ao investidor. Os dados apontam que o número de CFP's são mais prováveis de surgir em economias com baixos custos de entrada e saída, porém com um nível adequado de proteção ao investidor;
- **Variáveis de infra-estrutura:** subdivididas em
 - **Variáveis de tecnologia e empreendedorismo**, p.e. nível de investimento formal, grau de acesso à internet, uso de mídias sociais, custos em empreender. Esse item nos fornece a variável mais importante na determinação do CF, a **penetração das redes sociais** está fortemente e positivamente correlacionado ao número de CPF's. Dados sugerem que o modo que a internet é utilizada pela população é mais importante que a abrangência do acesso. Países como a China

têm muito usuários em número absoluto, mas um número relativamente pequeno de usuários de redes sociais;

- o **Variáveis do mercado de capitais**, como IDE, crédito formal doméstico, montante de venture capital. Dados não apontam para a mesma direção e o Banco Mundial sugere um estudo posterior sobre esse tópico.

Nesse modelo, o número de CPF's num dado país é uma *proxy* razoável para o nível de engajamento em Crowdfunding. Com os grupos de variáveis plotadas em um modelo de regressão, destaca-se **a taxa de penetração das redes sociais como o único fator fortemente preditivo para a emergência do Crowdfunding**. Por sua vez, o número de usuários no Facebook é a *proxy* para o nível de penetração das redes sociais.

1.5 Uma tipologia para o Crowdfunding

A tipologia para o CF é dada principalmente pela **existência e tipo de recompensa**. Os sites podem ser exclusivamente de um tipo ou misturar tipos diferentes. O CF já é muito popular na indústria do entretenimento, mas existem plataformas para **projetos em geral** e outras específicas para **nichos**, como jogos, música, jornalismo e pesquisa científica. Existem plataformas em diversos países, e essas podem operar exclusivamente a nível nacional ou permitir investidores de várias partes do mundo. Essa questão da **extrapolação de fronteiras** dificulta ainda mais a análise do tema, pois os fluxos transnacionais de dinheiro constituem-se em um tema por si muito complexo. Outra tipologia diz respeito ao **modelo de financiamento** (funding model) adotado por uma CFP. A Tabela 1.2 mostra uma lista de plataformas segundo a tipologia aqui apresentada:

Tabela 1.2: CFP's selecionadas e tipologia

Plataforma	País	Atuação	Tipo	Funding model	Nicho
ASSOB	Austrália	nacional	equity	tudo ou nada	sem nicho
Broota	Brasil	nacional	equity	tudo ou nada	sem nicho
Catarse	Brasil	nacional	Recompensa / Compra antecipada	tudo ou nada	sem nicho
Eduqueme	Brasil	nacional	Recompensa / Compra antecipada		universitários
EuSocio	Brasil	nacional	equity	tudo ou nada	sem nicho
Queremos	Brasil	nacional	Recompensa / Compra antecipada		shows
Queroincentivar	Brasil	nacional			cultura, esportes e social
Demohour	China	nacional	Recompensa / Compra antecipada		restrito para alguns nichos
Citizeninvestor	EUA	nacional	doações		crowdfunding cívico
Conzortia	EUA		empréstimos		
Lending Club	EUA		empréstimos (com juros)		
Petridish	EUA				pesquisa científica
ProFounder	EUA		equity		
Prosper	EUA		empréstimos (com juros)		
Rockethub	EUA	internacional	Recompensa / Compra antecipada	tudo ou nada	
SoMoLend	EUA		empréstimos		
Babyloan	França		empréstimos		
Finmar	Germany		empréstimos		
Milaap	Índia				
OurCrowd	Israel				
Crowdcube	UK		equity		
Indiegogo	UK	internacional	Recompensa / Compra antecipada	leve tudo	sem nicho
RateSetter	UK		empréstimos (com juros)		
Seedrs	UK		equity		
Zopa	UK		empréstimos		
8-bit		internacional	Recompensa / Compra antecipada	leve tudo	games
Globalgiving		internacional	doações		ONG's, causas sociais

Fonte: websites das plataformas. Elaboração própria.

Tipologia por existência e tipo de retorno para os apoiadores

A tipologia mais importante é a que classifica as CPF's pela existência e tipo de retorno para os apoiadores (aqueles que enviam dinheiro para as campanhas). Existem duas categorias principais e cinco outras subcategorias. O Banco Mundial chama de *donation-based crowdfunding* para designar o mesmo que a Massolution chama de *non-financial-returns platforms*, i.e, modelos que não proporcionam ganhos financeiros aos apoiadores, nem transacionam *securities*. Isso não significa que o empresas ou startups não possam utilizar esse tipo. Nessa categoria se enquadram o modelo de doação e o de recompensas. A outra categoria, *crowdfund investing*, é para o Banco Mundial a mesma coisa que *financial-returns platforms* para a Massolution, ou seja, os sites que fornecem ganhos financeiros ou *securities*. Os tipos de empréstimos, *equity* e *royalty* representam essa categoria. A seguir temos o mecanismo de funcionamento para algumas plataformas selecionadas segundo o seu tipo:

Doações ou *donation-based*: são o tipo mais raro, cerca de 22% de todas as iniciativas não oferecem nada como recompensa (BRADFORD), nem o principal e nem juros.

Investidores não recebem nada, mas os fundos podem ser para empreendimentos que visam o lucro. A **GlobalGiving** é um serviço que conecta diversos projetos ao redor do mundo, e toma uma taxa de 15% sobre o capital transacionado. Entretanto esse site permite a inscrição de projetos somente às organizações sem fins lucrativos.

Recompensas (*reward-based*) e Compra antecipada (*pre-tail*): são dois modelos distintos, mas parecidos e comumente aparecem juntos na maioria dos sites. Os modelos de recompensas oferecem algo ao investidor, mas não juros ou parte dos ganhos do projeto. As recompensas são pequenas, simbólicas e podem se relacionar ao tipo de projeto desenvolvido, p.e., alguém que investiu em um filme “ganha” o seu nome nos créditos finais. O tipo de compra antecipada é o tipo mais comum de CF. O investidor pode receber recompensas simbólicas, mas o produto final desenvolvido geralmente é a recompensa ou o direito a um preço menor que o preço de varejo. Os principais riscos associados a esse tipo são o risco de execução e fraude.

- **Kickstarter:** exige que os projetos determinem as recompensas. Usa o sistema do “tudo ou nada”, ou seja, o projeto só leva o dinheiro caso atinja o valor total ou superior do previsto e nesse caso o site fica com 5%. Em caso contrário, o dinheiro é devolvido aos investidores, sem taxa alguma.

- **IndieGoGo:** recomenda, porém não exige as recompensas. O site permite que os empreendedores peguem o dinheiro imediatamente, atingindo ou não o valor total solicitado. Porém a taxa cobrada é diferente em cada caso, caso atinja o valor total solicitado a taxa é de 4%, caso contrário a taxa é de 9%.

Empréstimos ou *lending-based*

- **Sem taxas de juros:** somente o valor principal é devolvido ao prestador, sem juros. **Kiva** é o precursor desse modelo, e do CF como um todo. No sistema do Kiva, parceiros locais fazem o papel de “microprestadores”. O valor mínimo a ser emprestado é de US\$25 e o site se encarrega de coletar esse dinheiro e pagar de volta os parceiros, sem cobrar nenhuma taxa. O site, desde sua fundação em 2005, já arrecadou cerca de US\$630 milhões através de uma comunidade de 1,2 milhões de apoiadores. Kiva tem atuação internacional em 79 países e apresenta uma taxa de inadimplência incrivelmente baixa, de apenas 1,19%⁹

- **Com taxa de juros:** Os precursores são o **Prosper** e o **Lending Club**. Curiosamente a maioria dos pedidos de capital é para gastos pessoais, mas vem aumentando

⁹ Kiva – about us, disponível em <http://www.kiva.org/about/stats>, acessado em 09 /11 /2014.

os pedidos de empréstimo para pequenos negócios. Similarmente ao **Kiva**, o valor mínimo emprestado deve ser de \$25. O montante total acaba variando entre \$1.000 até \$25.000. Quando o empréstimo atinge a sua meta, o tomador emite uma nota de três anos no valor do montante emprestado. Antes o título era feito no nome de quem tomava emprestado e o site mantinha a custódia do título à uma taxa de 1%. Agora o título é feito em nome do próprio site, mas só pagam ao emprestador se o tomador pagar. Os sites são os emissores das notas adquiridas pelos emprestadores, mas são obrigados a pagar somente se os tomadores pagarem o empréstimo tomado. Além da taxa de 1% os sites adicionam outra taxa que varia de acordo com o risco avaliado. Os sites também determinam o valor da taxa de juros envolvida. O **Lending Club** determina a taxa de juros analisando o tomador de empréstimo individualmente. **Prosper** determina a taxa de juros mínima e depois faz um leilão com os emprestadores. Se encontrar aqueles que cubram essa taxa, o processo é feito.

Capital de risco ou *equity-based*: é a modalidade que oferece uma parcela dos lucros, dos dividendos ou uma taxa de retorno para os investidores, de maneira similar aos dividendos de uma ação de companhia aberta. Por causa da questão regulatória, esse tipo não é muito comum nos EUA, mas cerca de um terço de todas as CFP's no mundo oferecem essa modalidade. O **ProFounder** era uma plataforma que encerrou suas atividades em 2011 justamente por questões legais. Bradford critica isso, pois diz que continuam existindo sites que facilitam a formação de capital somente para agentes sofisticados, mas quando isso é aberto para o público em geral a lei proíbe. Aos investidores era prometida uma porcentagem das vendas brutas no projeto investido, e não uma parte da propriedade do projeto ou empresa fundado. Essa taxa e o período para receber esses pagamentos eram negociados caso a caso, porém num máximo de cinco anos. Não eram oferecidos direitos de propriedade no negócio, logo não eram ações de fato. Os empreendedores pagaram para inscrever o projeto, acrescidos de uma taxa de 5% em caso de sucesso, no esquema “tudo ou nada”. O ProFounder oferecia duas modalidades de investimento:

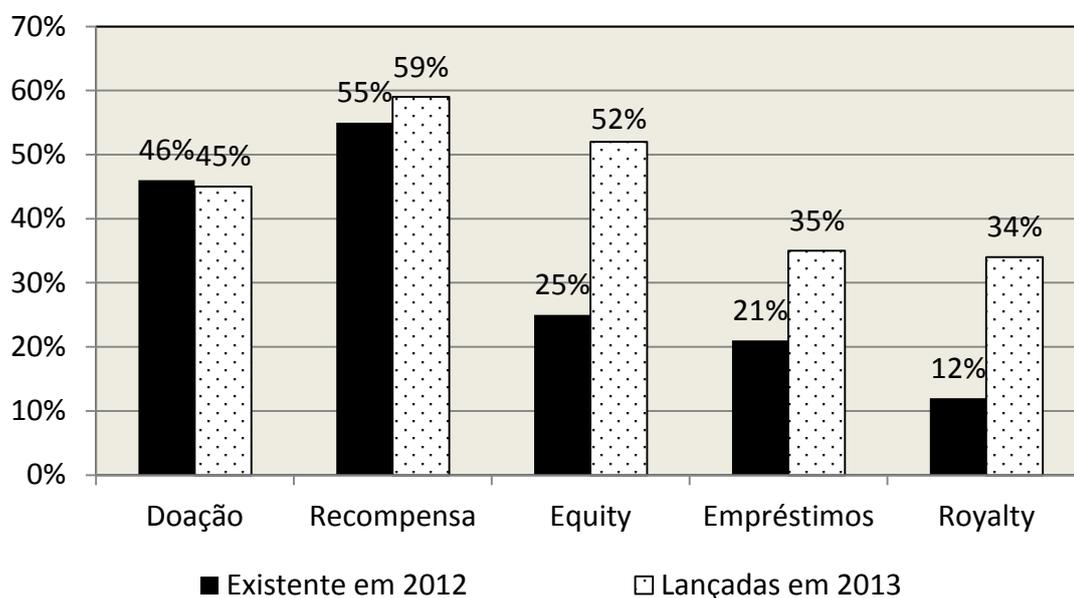
- Ofertas públicas (“public rounds”): aberto ao público em geral e somente pagava o valor exato que o investidor aplicava, sem nenhum acréscimo.
- Ofertas privadas (“private rounds”): ofertado somente para o círculo de pessoas mais próximas do empreendedor e pagava valores superiores ao aplicado pelos investidores.

Royalty ou *royalty-based*: *crowdfunders* investem em uma campanha e recebem uma parcela das vendas futuras como retorno do seu investimento, em vez de receber uma parcela de participação como acontece no modelo de *equity*. Esse tipo é o mais novo de todos, e ainda é cedo para sabermos o que trará de novidade para a indústria do CF.

Misto: com a evolução do mercado, vêm surgindo algumas plataformas que misturam os modelos enunciados acima.

Existe uma trajetória para o surgimento de cada um dos tipos enunciados acima, relacionada a uma mudança no propósito das campanhas. Inicialmente o CF facilitava principalmente causas filantrópicas através do modelo de doações e empréstimos sem juros (site **Kiva** explicado acima), onde os principais beneficiários do CF eram ONG's ou pessoas carentes de crédito, residentes no mundo em desenvolvimento. Posteriormente, tanto causas sociais como artistas em geral se beneficiaram do modelo de recompensas, visto que o retorno financeiro não é o objetivo desses segmentos. Houve um momento, com a eclosão da crise de 2008, em que empreendedores e agentes *for-profit* identificaram as possibilidades do CF em financiar novos negócios, tanto nas modalidades de recompensa como a de compra antecipada, que gera uma demanda mínima para uma rodada de operações em um empreendimento. Vemos no Gráfico 1.3 a disponibilidade por tipo de CFP em 2012 em comparação com as plataformas lançadas em 2013. O total extrapola 100% pois uma mesma plataforma pode oferecer mais que uma modalidade de CF. A diferença entre essas duas medidas pode ser interpretada como o grau de interesse em uma modalidade de *Crowdfunding*. Enquanto os modelos de doação e recompensas estão mais saturados, as modalidades de *equity*, empréstimos e *royalty* estão aumentando em popularidade, fato explicado em partes pela percepção do CF como alternativa ao financiamento empresarial.

Gráfico 1.3: disponibilidade por tipo de CFP, existentes em 2012 e lançadas em 2013



Fonte: Massolution. Adaptado.

Esse rápido crescimento do interesse do *business* pelo CF favoreceu o surgimento da modalidade *crowdfunding investing*, (CFI), que parece ter seguido uma trajetória distinta do CF originário, começando na Austrália, seguindo pelo Reino Unido e agora se espalhando pelo mundo. A lucratividade surge então, não somente pelas taxas cobradas pelas CFP's, mas também na modalidade de empréstimos com juros e no retorno do investimento das modalidades de *equity* e *royalty*. Interessante dizer que o sistema capitalista está se apropriando, com benesses, de um modelo anteriormente voltado às questões filantrópicas.

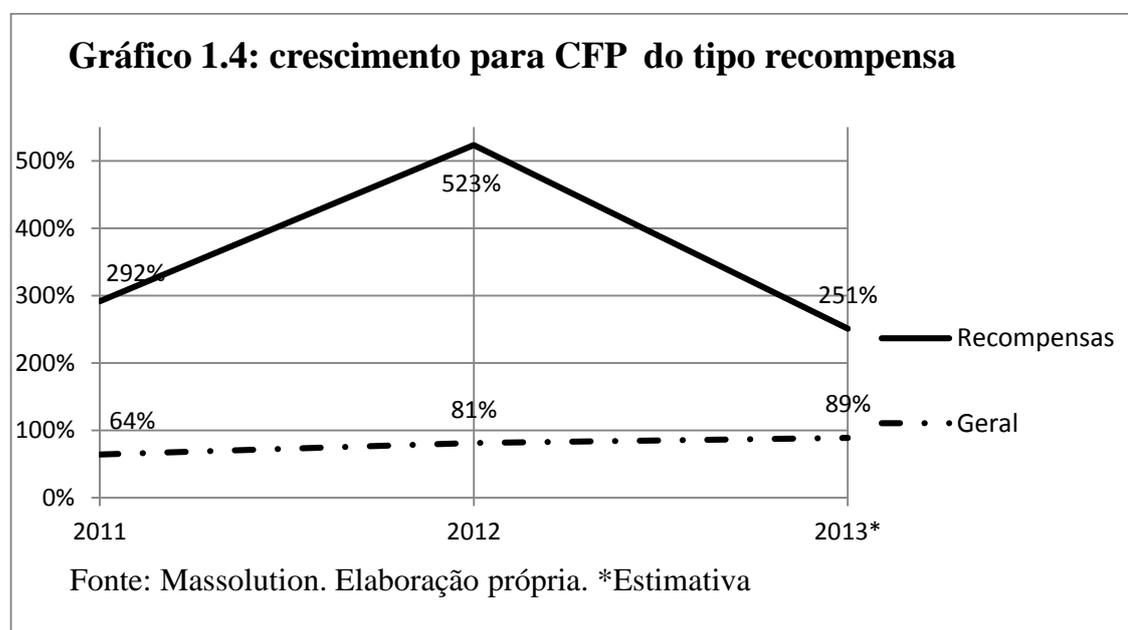
Na Tabela 1.3 podemos avaliar o crescimento para alguns dos tipos enunciados acima. Vemos que em 2013 temos a expectativa de um arrecadamento global de US\$5,1 bilhão. As plataformas que não fornecem retornos financeiros irão arrecadar cerca de US\$500 milhões a mais do que as plataformas que fornecem retornos financeiros. As plataformas de *equity* irão arrecadar cerca de US\$166 milhões.

Tabela 1.3: Volume transacionado em US\$ milhões por tipo de CFP

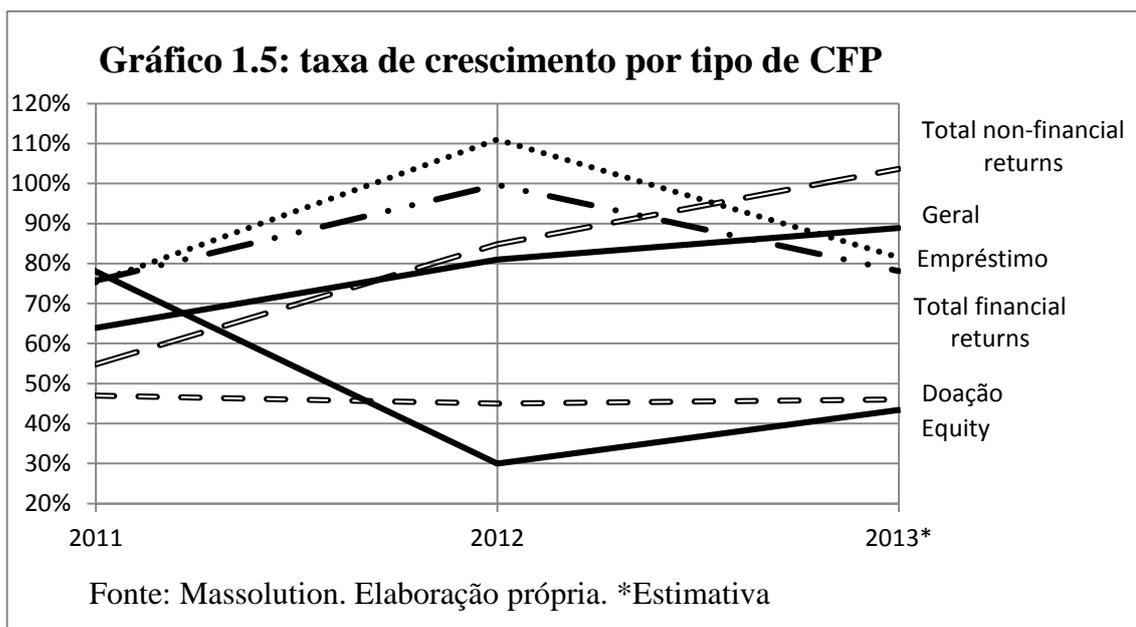
Tipo de CFP	2010	2011	2012	2013*
Doação	460,40	675,70	979,30	1.430,30
Recompensa	15,70	61,50	383,30	1.344,20
Total non-financial returns	476,10	737,20	1.362,60	2.774,50
Empréstimo	316,50	554,90	1.169,70	2.123,40
Equity	49,90	88,90	115,70	165,90
Total financial returns	366,40	643,80	1.285,40	2.289,30
Misto	--	--	12,40	74,10
Total Geral	842,50	1.500	2.700	5.100

Fonte: Massolution. Elaboração própria. *estimativas

Nos gráficos 1.4 e 1.5 vemos a evolução da taxa de crescimento, também por tipo de CPF. O gráfico 1.4 mostra a taxa de crescimento vertiginosa para o tipo recompensa, chegando ao seu ápice em 2012, quando mais que **sextuplicou** em comparação com o ano anterior. Essa modalidade representa a “cara” do moderno *Crowdfunding*, e forneceu a tração necessária para o desenvolvimento das outras modalidades.



Enquanto isso o gráfico 1.5 mostra a taxa de crescimento para os outros tipos de plataformas, excetuando-se o tipo recompensa, pois esse foi tal alto que a escala impossibilitava a interpretação dos outros modelos. Percebemos que o ano de 2012 representa um momento de desaceleração do crescimento para a maioria dos tipos de plataformas, menos para o tipo *equity*.



O modelo de CF mais apropriado para um projeto depende das especificidades do projeto e sua necessidade de capital (volume). O tipo doações é mais recomendado para causas sociais e ambientais, enquanto o modelo de recompensa ou compra antecipada é adequado para projetos que irão produzir algum produto físico (vide Quadro 1.2) e para projetos artísticos. Já o tipo empréstimos é recomendado para propósitos pessoais ou para negócios já estabelecidos que comprovem sua capacidade de pagamento através do seu fluxo de caixa passado. O tipo *equity* é a modalidade mais arriscada, indicado para startups com alto potencial de crescimento e retornos financeiros, mas que ainda não possuem um fluxo de caixa estabelecido. Ainda sobre essa modalidade, é necessário possibilitar ao investidor a retirada do seu investimento, por exemplo num mercado secundário para o *equity crowdfunding*, que forneceria maior liquidez para essas *securities*.

Dois critérios determinam se uma campanha atrelada à tecnologia é adequada para o *Crowdfunding*. Primeiramente essa tecnologia deve ser passível de entendimento para possíveis consumidores e investidores. Tecnologias muito complexas que não criam um entendimento direto sobre os produtos e benefícios gerados provavelmente não serão facilmente entendidas e compartilhadas. Segundo a comunidade relacionada a uma campanha deve perceber um impacto de curto prazo na adoção dessa tecnologia, facilitando o engajamento pelas mídias sociais. Campanhas muito longas ou que ofereçam retornos a muito longo prazo tem menores chances de serem bem-sucedidas.

Quadro 1.2: adequação do tipo de CFP para cada tipo de projeto

Modelo de CF	Projetos mais adequados	Capital solicitado
Doações	artes, social	< US\$10.000
Recompensa/Compra antecipada	projetos em geral, produtos físicos	<US\$100.000
Empréstimos	pessoal, negócios estabelecidos	<US\$50.000
Equity	tecnologia, inovação	<US\$250.000

Fonte: Banco Mundial. Adaptado.

Apesar do descrito acima, sobre a adequação do modelo de CF para cada tipo de projeto, os empreendedores vêm utilizando estratégias mistas em suas campanhas. Uma startup tecnológica poderia, por exemplo, lançar uma campanha em uma CFP do tipo recompensa, que é mais popular, para testar a aceitação do seu produto junto ao público¹⁰. Essa campanha não financiaria a totalidade do projeto, mas caso atinja a meta de financiamento, isso sinalizaria positivamente para um possível investidor-anjo ou para aportes de venture capital. Além disso, as CFP's do tipo recompensas são ótimas para criar um canal de relacionamento com consumidores e para construir uma rede de apoiadores do negócio.

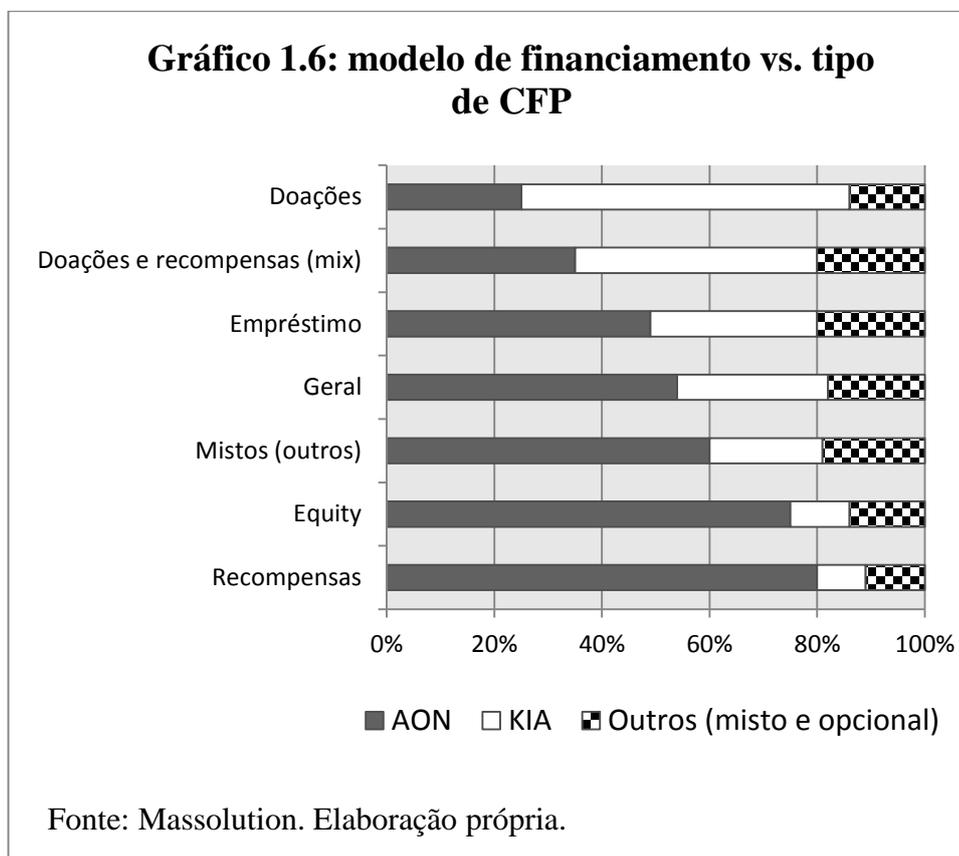
Tipologia por modelo de financiamento

Outra tipologia bastante utilizada é de acordo com o modelo de financiamento (*funding model*):

- Tudo ou nada: esse modelo também é conhecido como *All-Or-Nothing* (AON) ou como *Threshold-Pledge-System* (TPS), e a campanha deve alcançar, no mínimo, à meta de financiamento total proposta para que receba o dinheiro investido pelo *crowd*;
- Leve tudo: conhecido como *Keep-It-All* (KIA) acontece quando a campanha recebe qualquer montante investido, seja menor, igual ou superior à meta;
- Opcional: a CPF oferece para o dono da campanha qual modelo seguir, seja o AON ou o KIA;
- Modelo misto: estratégias que misturam os dois modelos básicos com outras funcionalidades.

¹⁰ Uma campanha lançada na plataforma chinesa *Demohour* obteve sucesso em conseguir 479% da meta de financiamento, mas isso representava apenas 1% das necessidades totais de capital do projeto. O resto foi financiado com capital de risco.

De acordo com o Gráfico 1.6, podemos ver que cerca de 54% das CPF's utilizam o modelo de financiamento AON, 28% utilizam o sistema KIA e 18% fornecem a opção de se escolher entre ambos. Campanhas que promovam uma causa social ou pessoal, ou seja, uma causa não-comercial, são mais propensas a usar o KIA, da mesma maneira que as CPF's do tipo doação não ofereceram o AON. Entretanto, o sistema AON funciona como um mecanismo de mitigação de riscos. Nesse sistema o empreendedor é forçado a requerer um montante mínimo para que ele possa cumprir o projeto com sucesso, caso consiga atingir a meta. Caso a campanha não atinja a meta, é mais provável que ela não consiga cumprir com o proposto, por exemplo, atrasando a entrega ou não conseguindo fabricar o produto proposto na campanha. São por esses motivos que o sistema do AON é amplamente utilizado em cerca de 80% das CFP's do tipo Recompensa e em cerca de 75% do tipo equity.



1.6 Algumas estatísticas para o *Crowdfunding*

A seguir abordaremos algumas métricas para avaliar a evolução do *Crowdfunding*, a saber: número de campanhas bem-sucedidas, tamanho médio por campanha, taxa de sucesso e categorias de campanhas mais ativas.

Número de campanhas pelo mundo e por tipo de CFP

Segundo o relatório da MASSOLUTION (2013), cerca de 500 mil campanhas foram financiadas com sucesso em 2009. Em 2012 elas foram cerca de 1,1 milhão, ou seja, o número de campanhas bem-sucedidas mais que dobrou. Dessas, 680 mil foram do tipo doação e perto de 250 mil foram do tipo empréstimo. Além disso, a América do Norte lidera em número de campanhas, alcançando o número de 625 mil campanhas bem-sucedidas no mesmo ano, enquanto na Europa foram financiadas 470 mil. As outras regiões do mundo totalizaram 8 mil campanhas, representando míseros 0,73% do volume global.

Apesar de o número de campanhas bem-sucedidas ter ficado no mesmo patamar que era em 2011 (quase 1,2 milhões), o montante geral arrecadado quase dobrou (aumentou 81%). Isso demonstra um aumento no nível de maturidade do mercado, e em parte crescente interesse de startups e pequenos e médios negócios na captação de recursos via *Crowdfunding*.

Tamanho médio por campanha e taxa de sucesso

Podemos ver com a tabela 1.4 que notadamente o tipo equity CF apresenta o maior valor médio por campanha registrado em 2012, de US\$190 mil. Isso se mostra razoável pois grande parte das campanhas nessa modalidade de CF são de startups e negócios que requerem maiores aportes de capital. Os valores médios para os outros tipos de plataformas todos menores que US\$5 mil.

Tabela 1.4: estatísticas de campanha em 2012

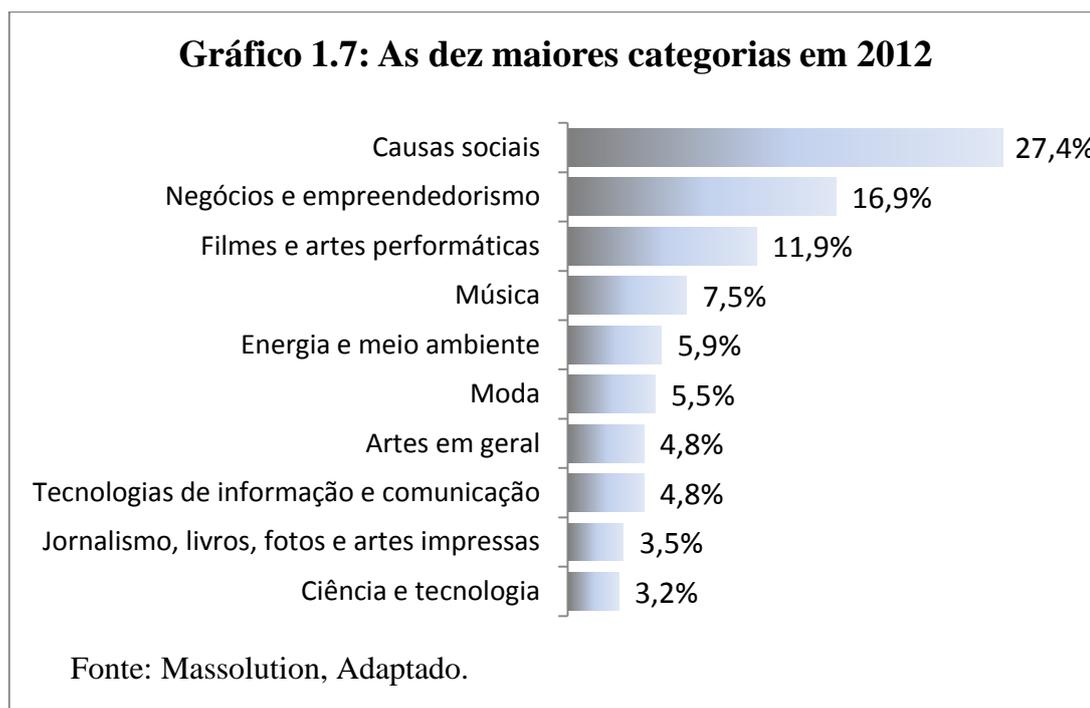
Tipo de CFP	Taxa de sucesso	Valor médio em US\$
Doação	45%	1.400
Recompensa	50%	2.300
Empréstimo	90%	4.700
Equity	45%	190.000
Misto	65%	4.300

Fonte: Massolution. Elaboração própria.

Adicionalmente, temos a taxa de sucesso por modalidade. Essa taxa de sucesso é calculada comparando o número de campanhas bem-sucedidas com o total de campanhas anunciadas.

Categorias de campanhas mais ativas

Inicialmente o CF ganhou popularidade como uma maneira para financiar empreendimentos criativos, filantrópicos e sociais. Essa tendência prevalece, porém a aplicação do CF para o empreendedorismo vem crescendo notadamente, e podemos ver no Gráfico 1.7 que já é a segunda maior categoria entre as 1.100.000 campanhas bem-sucedidas totalizadas em 2012.



Adicionalmente, podemos cruzar os tipos de campanhas mais ativas por tipo de CFP que a financiou. Inicialmente iremos analisar as plataformas que não oferecem retornos financeiros (*non-financial returns* CPF's). Não Quadro 1.3 podemos verificar que as causas sociais representam 32,6% das campanhas bem-sucedidas em CPF's do tipo doação, o que é lógico, pois uma doação, em seu sentido mais estrito, é um fluxo financeiro unilateral, onde o doador não espera nenhum retorno com esse ato. Já no tipo de recompensas, há uma divisão mais igual em três categorias principais entre causas sociais (17,7%), filmes e artes performáticas (17,7%) e negócios e empreendedorismo (16,3%), valendo ressaltar que essa última categoria vem conquistando cada vez mais espaço no mercado de CF.

Quadro 1.3: três maiores categorias bem-sucedidas por tipo de CPF

Rank	Geral	Doações	Recompensas	Empréstimos	Equity	Royalty
1º	Causas sociais - 27,4%	Causas sociais - 32,6%	Causas sociais / Filmes e artes performáticas - 17,7%	Negócios e empreendedorismo - 54,2%	Negócios e empreendedorismo - 29,1%	Negócios e empreendedorismo - 32,3%
2º	Negócios e empreendedorismo - 16,9%	Filmes e artes performáticas - 14,1%	Negócios e empreendedorismo - 16,3%	Energia e meio ambiente - 25,0%	Causas sociais - 23,3%	Causas sociais - 15,6%
3º	Filmes e artes performáticas - 11,9%	Negócios e empreendedorismo - 12,8%	Música - 11,1%	Causas sociais - 12,5%	Tecnologias de informação e comunicação - 14,9%	Energia e meio ambiente / Filmes e artes performáticas - 12,5%

Fonte: Massolution. Elaboração própria.

Reforçando essa tendência, vemos que a categoria de negócios e empreendedorismo representa o primeiro lugar do *ranking* para todos os três tipos de CPF que oferecem retornos financeiros. As causas sociais aparecem em segunda colocação para os tipos *equity* e *royalty*, e em terceiro lugar para o tipo doações. Não conseguimos identificar uma explicação esse número expressivo de projetos sociais que ofereçam retornos financeiros. Isso significaria (positivamente) a existência de projetos sociais sustentáveis financeiramente.

Segundo Capítulo – desdobramentos do tema

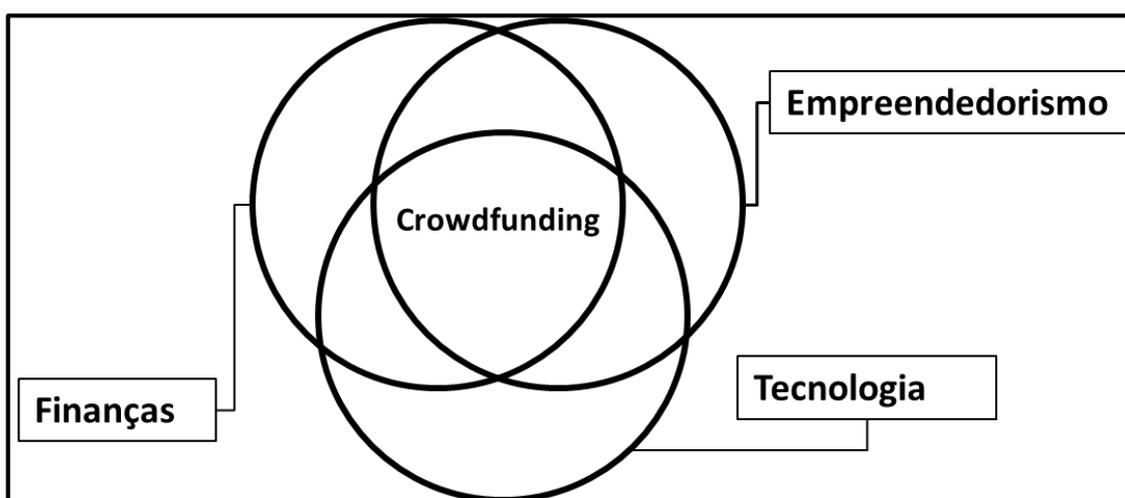
O segundo capítulo tem 4 seções distintas, relacionadas aos desdobramentos do tema. Na primeira seção elencamos as razões teóricas que explicam o *Crowdfunding*, e apresentamos temas clássicos e de vanguarda para tal. A segunda seção provavelmente é a mais importante dessa monografia, e discorre sobre a questão regulatória do mercado, principalmente na questão dos valores mobiliários. Tomamos como referência o caso norte-americano com o JOBS Act. A terceira seção pondera os riscos e benefícios do *Crowdfunding*. Por último, finalizamos com a quarta seção, dizendo que para que o CF se desenvolva é necessário um ecossistema em que está inserido e é complementar a ele.

2.1 Razões teóricas e antecessores

Essa seção é um esforço em relacionar o *Crowdfunding* com um arcabouço teórico e antecessores que o determine. Por ser um tema relativamente novo, muito dos subitens listados são teorias novas e ainda pouco estudadas no Instituto de Economia da Unicamp. Algumas teorias mais novas, entretanto, já são consagradas em áreas como Administração e Marketing.

De acordo com as principais referências bibliográficas desse trabalho, iremos sugerir um possível tripé (Figura 2.1) para o CF: **as finanças, a tecnologia e o empreendedorismo**. O CF surgiria então de temas diversos que se relacionem a esses três pilares principais.

Figura 2.1: um tripé para o *Crowdfunding*



Inicialmente temos as finanças, pois obviamente o CF se apresenta como um fenômeno sobre transferências de recursos diferenciado dos modelos tradicionais. Segundo temos o empreendedorismo, visto que cada vez mais startups e pequenas e médias empresas

têm utilizado o CF tanto para financiamento como para validação de mercado. Mesmo campanhas artísticas ou de cunho social em certa medida são empreendedoras. Por último temos a tecnologia, que viabiliza todo o mecanismo do CF, seja através da web 2.0, expansão de redes sociais, melhoria na qualidade e confiabilidade de redes banda-larga e com os mecanismos de meios de pagamentos eletrônicos.

O BANCO MUNDIAL (2013), entretanto, faz uma importante ressalva. De nada adianta o arcabouço teórico que explique o CF, nem dos determinantes macroeconômicos e institucionais que possibilitem o surgimento do CF numa determinada economia, se não houver **confiança** entre os agentes. Segundo a instituição, a confiança não apenas acontece, mas sim é um fenômeno social que depende em grande parte da confiança intrínseca que pessoas depositam em conexões compartilhadas em suas redes sociais (tanto as baseadas na web, como as redes pessoais off-line) e nas percepções de confiança dadas às outras pessoas e agentes, como as instituições governamentais e privadas e os meios de comunicação. O uso apropriado da internet serviria para aumentar o nível de confiança em uma sociedade:

Esse comportamento coletivo em confiar em outros, baseado em sinais informacionais e sociais (em algumas vezes incluindo o conhecimento pessoal), é somente possível em um sistema altamente transparente com um mecanismo de feedback próximo do tempo real, ou seja, pela internet. ¹¹ (BANCO MUNDIAL, pp 9)

Acreditamos que o surgimento do CF deve-se a uma confluência de fatores, que passa do desenvolvimento tecnológico às microfinanças e por inovações tecnológicas que permitiram o desenvolvimento do tema.

Custos de transação

No artigo pioneiro **The nature of the Firm**, em 1937, Ronald Coase argumenta que não é somente a produção que gera custos, mas também o ato de se recorrer ao mercado. A nossa hipótese é que o CF poderia atuar reduzindo os custos de transação no mercado financeiro.

Segundo FIANI “Custos de transação são os custos que os agentes enfrentam toda vez que recorrem ao mercado. São os custos de negociar, redigir e garantir o cumprimento de um contrato.” (FIANI, pp 269). Contratos implicam custos, que são desprezíveis somente no

¹¹ This group behavior of trusting others based on presented information and social signals (and sometimes including first person knowledge) is only possible in a highly transparent system with near real-time feedback mechanisms, that is, on the web.

caso de simetria de informação, situação onde tanto o comprador como o vendedor conhecem todas as características relevantes do objeto da troca. A Teoria dos Custos de Transação assume que a racionalidade dos agentes é limitada, entretanto no mecanismo do CF é o *crowd* em sentido agregado de muitos indivíduos agindo coletivamente, que teoricamente teriam maior racionalidade e maior informação disponíveis.

No passado, o alto custo do desenvolvimento tecnológico, a falta de uma infraestrutura abrangente de internet e de telefonia celular e a regulação financeira restritiva fizeram com que os empreendedores despendessem enormes custos, inclusive em viagens para buscar por novas tecnologias e por investidores em locais geograficamente concentrados. Atualmente os custos em empreender estão cada vez menores e ferramentas e softwares estão disponíveis.

Inovações

Nesse item não iremos tratar das inovações tecnológicas que são possibilitadas através do *Crowdfunding*. Isso seria uma consequência do emprego desse novo modelo de financiamento, e não o que o determina. Iremos tratar o próprio CF como uma inovação, mas um tipo particular denominada **inovação disruptiva**.

Esse termo começou a se formar a partir de um artigo de 1995, "*Disruptive Technologies: Catching the Wave*", escrito por Clayton M. Christensen em co-autoria com Joseph Bower. Em seu livro de 1997 intitulado "*The Innovator's Dilemma*" ele se aprofunda na descrição do termo. Em sua sequência, "*Innovator's solution*", Christensen também passa a adotar o termo "inovação disruptiva", porque reconheceu que poucas tecnologias são disruptivas de fato ou sustentáveis. É a estratégia ou modelo de negócios que a tecnologia aciona que cria o impacto disruptivo e não a inovação em si. O conceito de tecnologia disruptiva continua uma longa tradição de identificação de radicais mudanças técnicas no estudo da inovação pelos economistas, e no desenvolvimento de modelos para seu gerenciamento.

Tecnologia disruptiva ou inovação disruptiva é um termo que descreve a inovação tecnológica, de produto, ou serviço, que utiliza uma estratégia disruptiva, em vez de revolucionário ou evolucionário, que substitui uma tecnologia existente dominante no mercado. As inovações revolucionárias, são as que introduzem uma inovação de maior performance no mercado, com produtos com novas características vastamente melhoradas.

Este é o tipo de inovação que mais frequentemente substitui o incumbente do mercado. Adicionalmente, uma tecnologia evolucionária melhora a performance de produtos já estabelecidos, geralmente de forma incremental. Inovações disruptivas seriam aquelas que trariam consigo transformações muito mais profundas num dado mercado, alterando paradigmas.

É percebido pela comunidade científica que as inovações disruptivas são uma minoria comparados com os dois outros exemplos de inovações explicados acima. Exemplos de tecnologias disruptivas são raros. Ocasionalmente, uma tecnologia disruptiva vem a dominar um mercado existente, seja preenchendo um espaço no novo mercado que a tecnologia antiga não conseguia atender, ou por sucessivamente ganhar o mercado, começando com um produto mais barato com performance inferior, e através de aperfeiçoamentos finalmente deslocar os líderes do mercado (como as câmeras digitais substituindo as câmeras por filme). Outros exemplos de inovações disruptivas seriam o plástico para o metal, o papel para o pergaminho, o LED para o bulbo de luz. O BANCO MUNDIAL admite que o *Crowdfunding* pode ser disruptivo para o mercado financeiro.

Meios de pagamentos eletrônicos

O desenvolvimento de meios de pagamento eletrônicos eficazes, seguros e abrangentes (como o Paypass, o Pagseguro e o Amazon Payments) alteraram significativamente a maneira como realizamos transações. Os bancos tradicionais correm o risco de perder quantidades não desprezíveis de depósitos e também do controle dos meios de pagamento. Muitas das plataformas usam sistemas de pagamento não-bancários, como o Amazon Payments (AVERY, 2012).

O sistema *peer-to peer* (P2P) ¹²

O P2P (do inglês *peer-to-peer*, que significa par-a-par) é um formato de rede de computadores em que a principal característica é descentralização das funções convencionais de rede, onde o computador de cada usuário conectado acaba por realizar funções de servidor e de cliente ao mesmo tempo.

¹² Definição encontrada em <http://www.tecmundo.com.br/torrent/192-o-que-e-p2p-.htm>

Seu principal objetivo é a transmissão de arquivos e seu surgimento possibilitou o compartilhamento em massa de músicas e filmes. Com a crescente utilização da rede P2P, cada vez mais surgem programas para este fim.

Web 2.0 ou web colaborativa

A Web 2.0 nasceu em meados de 2004 e cresceu baseada em discussões surgidas de grandes seminários globais sobre o tema. Fenômeno tecnológico e social, popularizou-se a partir de suas aplicações como a Wikipédia, YouTube, Blogger, MySpace, Facebook, e através da oferta de centenas de ferramentas, buscando atrair internautas geradores de conteúdos.

A Web 2.0 é uma rede digital que deixa de ser uma simples vitrine de conteúdos multimídia para se tornar uma plataforma aberta, construída sobre uma arquitetura baseada na participação de seus internautas. (SILVA, pp 30). Hoje, na web, não apenas os grandes portais têm importância, mas os blogs que se reúnem como nichos específicos, os quais ganham peso na rede a partir de sua interconexão com outros veículos. A Web 2.0 permite novas formas de publicação e circulação de informações e dados, através de processos coletivos e recuperação de documentos eletrônicos. Na Web 2.0, a abertura à participação é levada ao limite. Os elementos desse sistema podem interagir, uma vez que a interconexão entre esses elos pode causar efeitos mais significativos na rede. Essa propagação de informações gera efeitos a partir da capilarização da rede, ou seja, enquanto os modelos de produção tradicionais priorizam os maiores, a Web 2.0 fortalece os menores agentes (SILVA, pp 31).

A cauda longa¹³

A cauda longa é um conceito novo concebido por Chris Anderson, em um artigo da revista Wired, relacionado originalmente à produção e distribuição de conteúdo digital e de entretenimento, mas atualmente o conceito é aplicado em outros setores, inclusive na indústria tradicional de bens de consumo¹⁴.

O autor coloca três contraposições: a primeira entre os produtos mais vendidos e populares (os *hits*) contra os produtos pouco vendidos (os *misses*); a segunda contraposição é entre o modelo de produção “antigo” (ou de massas), com espaço de armazenamento restrito e

¹³ ANDERSON, Chris. The Long Tail.

¹⁴ Visto em AMORIM, Lucas. Quanto mais longe do líder, melhor. Revista Exame, tratando do sucesso que uma empresa brasileira teve na aplicação do conceito da Cauda Longa.

pouca variabilidade de produtos e o modelo de produção “novo” (ou digital) qual se poderia produzir qualquer tipo de produto para qualquer tipo de pessoa. A terceira contraposição está entre os mercados do tipo *push* e do tipo *pull*. No primeiro, são os produtores que detém o poder de decisão sobre os produtos que vão ao mercado, “empurrando” assim esses produtos ao consumo. No segundo, são os consumidores que decidem quais produtos querem consumir, respeitando as necessidades individuais. O que a cauda longa quer dizer, em suma, é que os pequenos mercados de nicho são economicamente viáveis. Matematicamente, a soma desses pequenos mercados pode ultrapassar os grandes mercados.

Figura 2.2: a Cauda Longa



Para ele o argumento econômico da oferta-demanda tradicional resulta numa distribuição ineficiente, e ainda a indústria como um todo não tem uma maneira efetiva de mensurar exatamente o tipo de produto que a população deseja, o seus gostos. Não há espaço físico o suficiente para todos os CDs, DVDs e jogos produzidos. Não há telas para todos os filmes nem canais o suficiente para todos os programas de TV. Não há espaço no dia para espremer todas as mídias. Esse é um mundo de escassez. Porém, agora com as vendas e distribuição através da web, estaríamos em um mundo de abundância.

Na anatomia da cauda longa (Figura 2.2) as áreas coloridas representam os montantes dos mercados de massas e dos mercados de nichos. É o grau de importância (em termos monetários) que o produto consegue atingir. O Eixo X representa um ranking que vai do produto mais consumido (hits, popular) até o menos popular (a área onde se trabalha os

nichos específicos). A cauda longa é exatamente a parte mais afastada da origem, que possui formato “achatado”.

Exemplos de empresas que utilizam a cauda longa são o Netflix (filmes on line sob demanda), Google (propagandas direcionadas), eBay (comércio eletrônico), o Youtube, o Soundcloud. A aplicação para o CF é que temos diversos produtos listados nas plataformas, que encontra financiadores de acordo com o gosto pessoal de cada um. A maioria dos projetos colocados nas CFP's preveem rodadas de produção pequenas se comparada com a indústria tradicional.

A sabedoria das multidões

O CF apoia-se ainda a “sabedoria das multidões” (*the wisdom of the crowds*), uma noção que mesmo se uma maioria das pessoas em um grupo não seja especialmente bem-informada ou racional, o grupo poderia chegar a uma decisão sábia coletivamente (BRADFORD, pp 114). Esse conceito já é empregado no *Crowdsourcing*, onde um grupo diverso de tomadores de decisões pouco experiente pode fazer melhores escolhas que um especialista trabalhando individualmente. É então possível esperar que os investidores em CF irão fazer um trabalho melhor se comprado com capitalistas de risco ou investidores-anjo que atuam de maneira individualizada.

***Wikinomics*¹⁵**

O *wikinomics* diz sobre uma mudança significativa sobre o papel que o indivíduo exerce na economia. No passado as pessoas eram confinadas a papéis pequenos e distintos, seja como consumidores passivos ou trabalhadores imersos em empresas altamente burocratizadas e hierarquizadas. Em geral, muitas pessoas são marginalizadas no acesso ao conhecimento, ao capital, ao poder político e às decisões econômicas.

Essa situação está mudando. O crescente acesso às tecnologias de informação fornecem os mecanismos necessários para criar, colaborar e decidir. Isso possibilita que o indivíduo comum participe da criação de riqueza e de inovações em cada setor da economia e da sociedade. Milhões de pessoas estão se organizando em criar produtos e serviços que

¹⁵ TAPSCOTT, Don; WILLIAMS, Anthony D. **Wikinomics: how mass collaboration changes everything.**

rivalizam com as empresas tradicionais. Esse novo modelo econômico é chamado de economia colaborativa, ou *wikinomics*.

Por conta dessas mudanças ocorridas na sociedade e na economia, estamos entrando em uma nova era de participação econômica, que está mudando drasticamente a forma como bens e serviços são produzidos, distribuídos e anunciados. Essa mudança apresenta novas oportunidades para empresas que queiram se beneficiar da colaboração em massa e para qualquer pessoa que esteja conectada. O conceito do *wikinomics* se confunde com o do *Crowdsourcing*, apresentado a seguir. Entretanto, enquanto o primeiro termo se refere conceitualmente à essa mudança, onde as pessoas passam a colaborar mais, o segundo diz sobre a operacionalidade disso, ou seja, mecanismos que possibilitem que as pessoas se encontrem e se organizem para atuarem coletivamente.

Crowdsourcing

O conceito do qual o *Crowdfunding* deriva é o ***Crowdsourcing***, que significa agregar contribuições (de várias formas) de muitos indivíduos para alcançar uma meta (BRADFORD, 2012). Consiste em dividir uma tarefa muito grande em pequenas partes mais fáceis de serem realizadas individualmente. Esse conceito é utilizado, por exemplo, na enciclopédia online Wikipédia, no sistema operacional Linux, no site de compras eBay e no mecanismo de busca do Google. Tudo isso acontece mais uma vez devido à redução nos custos de transação e da web colaborativa. A internet permite a articulação em grupo de uma forma descentralizada, unindo pessoas dispersas geograficamente de um modo impensável na indústria tradicional que exige economias de escala e concentração. No caso do mecanismo de busca do Google, essa colaboração passa a ser passiva, pois são algoritmos de computador que aprendem com o comportamento dos usuários da rede e aplicam esses dados na melhoria do próprio sistema.

O Crowdsourcing pode ser categorizado em termos de suas aplicações (MASSOLUTION, 2013), a saber: *cloud labor* (trabalho em nuvem), *crowd creativity* (criatividade colaborativa), *distributed knowledge* (conhecimento compartilhado), *open innovation* (inovação aberta), *tools* (novas ferramentas) e o *Crowdfunding* (financiamento coletivo). O tema desse estudo não é a modalidade de Crowdsourcing mais nova. Considerando as entradas de capital tradicionais como o investidor-anjo, fundos de investimento e o venture capital, dentre as 6 categorias listadas o Crowdfunding foi a 5ª modalidade que mais recebeu desses aportes de capital em 2012, totalizando US\$150 milhões.

Como comparação, a modalidade *Crowd Creativity*, primeira colocada, recebeu cerca de US\$350 milhões.

Microfinanças¹⁶

As **microfinanças** (*microfinance*) é um termo recente que engloba o **microcrédito** ou **microempréstimos** (*microlending*) e envolve emprestar quantias muito pequenas para, em geral, tomadores de empréstimos pobres não cobertos pelo sistema bancário tradicional. O caso recente mais notável das microfinanças é do Muhammad Yunus e o Grameen Bank de Bangladesh, que dividiram o Nobel da Paz em 2006. O microempréstimo tem seus críticos, mas escalou-se em um negócio multibilionário.

Nogueira (2006) reconhece a importância do trabalho de Yunus sobre a concessão do microcrédito. Ele acredita que a expansão do microcrédito, além de ser uma inovação financeira, é questão de política pública, pois aumenta a capacidade de geração de renda da população.

2.2 A questão regulatória

A principal referência utilizada nesse trabalho sobre a questão regulatória para o CF foi um artigo de Steven Bradford, professor da Universidade de Nebraska. Nesse artigo intitulado *Crowdfunding and the Federal Securities Laws* Bradford apresenta o *Crowdfunding* sob a perspectiva legal norte-americana, mas acreditamos que os mesmos enfrentamentos são encontrados em outros países, visto que os EUA abrigam um dos mercados financeiros mais desenvolvidos do mundo. O tema possui duas principais questões legais sobre a lei federal de valores mobiliários (SEC-EUA):

- A venda de securities: as CFP's estariam transacionando *securities*?
- As CFP's devem ser tratadas como bolsas de valores, corretoras ou consultoras de investimento?

O CF necessita de uma isenção de registro junto aos órgãos reguladores caso os sites transacionem *securities* (títulos ou valores mobiliários). Essa isenção serve para que as *securities* negociadas não precisem ser registradas, o que seria muito custoso e inviabilizaria o funcionamento do *Crowdfunding*. Os sites ainda devem adotar certo tipo de comportamento para não serem considerados como bolsas de valores, consultores de investimento ou

¹⁶ BRADFORD, 2012.

corretoras. O artigo reúne propostas para que o CF consiga essa isenção, e o próprio autor sugere um modelo com certos requerimentos para se conseguir essa isenção.

As ofertas de *securities* devem ser registradas na SEC – *Securities and Exchange Commission* - a menos que a isenção seja possível. O registro em si é muito caro e demora muito tempo para o modelo de CF, que é mais ágil. Em alguns casos o valor do registro pode ultrapassar o montante requerido em uma campanha de CF. O tempo para emitir uma oferta pública e realizar o registro pode demorar até seis meses, do projeto até o lançamento. Pequenas empresas precisam ser mais ágeis para levantar fundos. Assim, a questão regulatória elimina o poder do CF, logo é uma **barreira legal à entrada**.

O objetivo do artigo é apontar um caminho que libere o CF do registro, mas não das leis antifraude. Alguns requisitos para a regulamentação do CF seriam:

1. Restrições na oferta
 - a. Um teto máximo por oferta;
 - b. Limite para cada investidor individual, sendo o maior entre um teto fixo ou um percentual da sua renda anual;
 - c. A oferta deve ser feita em uma plataforma na internet que atenda os requerimentos para isenção;
2. Restrições nos sites descaracterizariam os websites como bolsa de valores, corretores ou consultorias de investimento
 - a. Serem abertas para o público em geral;
 - b. Prover um canal de comunicação pública para os investidores e investidores em potencial;
 - c. Estimular a educação dos investidores e requisitar uma qualificação mínima dos investidores antes de começarem a investir;
 - d. Proibir certos conflitos de interesse;
 - e. Nunca oferecer recomendações ou consultorias de investimento;
 - f. Notificar à SEC que eles estão suportando uma oferta do tipo “Crowdfunding”;
 - g. Supervisionar as metas de financiamento e garantir o direito da retirada de investimentos antes de encerrar a oferta;
3. Outros requerimentos possíveis
 - a. *Disclosures* obrigatórios pelos empreendedores;
 - b. Restrições na revenda das *securities*;

c. Combater o risco de fraudes.

Recentemente a questão regulatória sobre formação de capital foi revista pela SEC através do **JOBS Act**, portanto o CF já incitou uma transformação nos EUA. Há um receio de um “boom” caso essa isenção para o CF se torne uma realidade. Mas para isso, faz-se necessário uma regulação que ao mesmo tempo contrabalanceie a proteção dos investidores e formação de capital. O JOBS Act será discutido com maior detalhamento ainda nesse capítulo, mas antecipamos que todos os itens citados acima estão previstos na regulamentação efetivamente concebida.

O Crowdfunding transaciona *securities*?

A questão debatida nesse tópico é se os empreendedores estão levantando fundos sujeitos ao “Securities Act”, o qual apresenta certas isenções para registro. Sem apresentar uma isenção, o interessado não pode vender *securities* sem registro. Mas caso uma CFP não transacione *securities*, a Securities Act não se aplica. Definição de *securities*, de acordo com o Dicionário Sandroni de Economia:

Termo em inglês, geralmente utilizado no plural, que significa, genericamente, um valor mobiliário. Pode ser aplicado para designar ações ordinárias ou preferenciais, títulos da dívida pública, títulos de médio ou longo prazo etc. (SANDRONI, 1999, pp 548)

Não iremos analisar em profundidade os procedimentos da SEC para avaliar se um agente está transacionando *securities*, pois a nossa intenção é apenas identificar a situação do mercado do CF e a partir daí seus desdobramentos. Resumidamente o procedimento é submeter as CFP’s a testes pré-definidos (teste de Howey e quando necessário o teste de Reves) que comparam o objeto de estudo com um conjunto de definições e requisitos de enquadramento.

Submetendo os tipos de plataformas de CF aos procedimentos apresentados acima, temos resultados diferentes para cada modelo de CF. Para os modelos de doação, recompensa e compra antecipada chegamos facilmente à conclusão que esses não estão transacionando *securities*, basicamente por não haver retorno monetário envolvido. Já os modelos de *equity* e *royalty* estariam transacionando *securities* caso o investidor receba uma ação da empresa ou outro tipo de participação no retorno do negócio. Entretanto se a empresa promete um retorno igual ao montante investido, sem adicional, não é considerado *security*. Alguns sites de

enquadram nessa segunda opção como no modelo de “public raise” do ProFounder (retornos somente para pagar a contribuição original).

O modelo de empréstimos apresenta a análise mais complicada, pois a definição de *security* engloba algumas formas de dívidas. Aqui analisaremos somente empréstimos para fins de *business entrepreneurs* (empreendedorismo). Existem sites que fornecem empréstimos pessoais e para consumo, porém esses são menos sujeitos a serem tratados como *securities*. Se o site não oferece taxa de juros (somente o principal), não estará ofertando *securities*, porém se ofertar taxa de juros são considerados contratos de investimento, que é um tipo de *security*. O site **Kiva** decidiu por não oferecer taxas de juros após uma consulta com um escritório da SEC.

A complicação para enquadrar a modalidade de empréstimos é que, dentre os requisitos de enquadramento para os dois testes utilizados, alguns são atendidos, outros não são e outros são inconclusivos. Uma complicação adicional refere-se à emissão de notas (*notes*). Alguns sites, como o **Kiva**, não emite notas formais aos investidores, porém outros como o **Prosper** e o **Lending Club** sim. Nem todas as notas são consideradas *securities*, e nesse caso são necessários tanto o teste de Howey como o teste de Reves, porém a definição final dependerá da interpretação que o órgão regulador terá dessas análises.

O SEC acredita que as atividades de CF que emitem notas com juros devem ser registradas, inclusive já informaram os sites sobre isso. A **Prosper** enfrentou problemas judiciais por ofertar empréstimos sem registro. **Lending Club** e **Prosper** mudaram seus modelos de negócios desde suas origens. Inicialmente, emprestadores faziam os empréstimos diretamente aos tomadores, e recebiam notas em troca. Agora os sites emitem suas próprias notas para os emprestadores, ou seja, são intermediários entre o emprestador e o tomador. Porém isso não afeta em nada as análises feitas anteriormente, não se foi questionado em nenhum momento quem é o emitente da nota.

Resumidamente há a probabilidade de as CFP's transacionarem *securities* nas modalidades de empréstimos com juros e de *equity* ou *royalty* com taxas de retorno. As demais modalidades não estariam ofertando *securities*.

Seriam as CFP's bolsas de valores?

Definição para bolsa de valores:

...como uma organização, associação, ou grupo de pessoas que constitui, mantém, ou provém um mercado ou facilita por colocar em contato compradores e vendedores de securities ou de outro modo desempenha com as securiteis funções comumente desempenhadas por uma bolsa de valores, como o termo é geralmente empregado...¹⁷
(BRADFORD, pp 50)

Apesar dessa semelhança, os sites de CF não são considerados como bolsa de valores, pois há apenas um emitente para cada tipo de *security*. Para ser considerada uma bolsa, deveriam existir vários emitentes para um mesmo tipo de *security*, mas não é o caso, pois a cada oferta é lançada *securities* diferentes, pois cada oferta representa um projeto totalmente novo, que implica nos termos de contrato de investimento que a *security* terá.

Seriam as CFP's corretoras?

Definimos um corretor como "qualquer pessoa envolvida no negócio de realizar transações de títulos para a conta dos outros" (BRADFORD, p.p. 51), porém essa delimitação é muito incerta. Particularmente a legislação sobre corretores é muito nebulosa, sem um parecer típico da SEC, logo há a probabilidade das CFP's que transacionem *securities* serem consideradas corretores. A seguir listaremos alguns fatores levados em consideração. Não é um fator isolado que leva um site a ser considerado um corretor ou não, mas sim a cumulatividade deles.

Suscintamente os fatores que levam a considerar os sites como corretores são: (i) a regularidade na transação de títulos; (ii) o recebimento de uma compensação baseada nas transações; (iii) o envolvimento contínuo na relação entre o investidor e o empreendedor; (iv) a publicidade e propaganda e (v) a lucratividade em exercer essa atividade.

Seriam as CFP's consultorias de investimento?

Infelizmente, a definição para "consultoria de investimento" é tão incerta como era para "corretores" e há ainda menos orientação da SEC nesse sentido. A definição geral de consultoria de investimento tem duas partes, sendo que atender a uma só é suficiente para enquadrar um agente como consultor de investimento.

¹⁷ as an "organization, association, or group of persons" that "constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood ...

Sobre a atividade de aconselhar:

...uma pessoa é uma consultora de investimento se ela, em compensação, engaja no negócio de aconselhar outros, seja diretamente ou através de publicações ou escritos, assim como sobre o valor das securities ou sobre como o aconselhamento em investir, em comprar ou vender securities.¹⁸ (BRADFORD, p. p. 67)

Sobre a emissão de publicações técnicas:

uma pessoa é uma consultora de investimentos se ela, em compensação e como parte de um negócios regular, emite ou promulga análises ou relatórios sobre securities.¹⁹ (BRADFORD, p.p. 67)

Ainda dentro de qualquer uma das definições, três requerimentos básicos devem ser encontrados e serão analisados a seguir:

1. O agente deve prover conselhos ou emitir relatórios ou análises sobre securities;
2. O agente deve estar envolvido nesse negócio;
3. O agente deve fazer isso por compensação;

Os sites estão claramente atendendo os dois últimos critérios, mas o primeiro é incerto. Sobre o segundo item a regularidade é o fator-chave nesse quesito. Obviamente os sites estão provendo aconselhamentos ou análises sobre as *securities* de modo regular. O terceiro item discorre sobre a compensação, isto é, remuneração por ser um consultor, um benefício econômico que um agente recebe em troca de consultoria. A maioria dos sites cobra uma taxa de algum tipo, seja uma taxa de entrada ou uma porcentagem em cima do fundo levantado ou do retorno sobre o investimento.

As CFP's não estão aconselhando sobre o valor ou recomendando uma *securtiy* (primeiro item), mas podem estar emitindo análises e relatórios. Os sites dão orientações gerais, não sobre uma *security* em específico. Outros sites como o **Prosper** e o **Lending Club**, entretanto, avaliam individualmente os empréstimos. Mas agora eles estão emitindo análises sobre as próprias notas e isso faz com que o site não se encaixe mais como consultoria, pois para tal o agente precisa emitir opinião sobre as notas emitidas por vários emissores diferentes.

¹⁸ ... a person is an investment adviser if she, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities.

¹⁹ ...a person is an investment adviser, if she, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities.

Sobre a emissão de relatórios ou análises sobre as securities a orientação da SEC, resumidamente, é que esses relatórios devem ser reportados sem enviesar a escolha dos investidores, fornecer dados brutos, mas em que as pessoas tomem a decisão de investimento por si mesma. Não caracteriza emissão de relatórios ou análises se:

1. A informação está prontamente disponível para o público em seu estado bruto;
2. O tipo de informações apresentadas não são altamente seletivas;
3. As informações não são organizadas ou apresentadas de uma forma que sugira a compra, manutenção ou venda de qualquer título.

O item 1 não é encontrado, pois esse tipo de informação não está prontamente disponível para o público mais do que as informações do projeto no site. Esse tipo de informação (de pequenos negócios) não é tipicamente disponível ao público em geral. Por outro lado, alguns sites solicitam relatórios de situação financeira e do retorno do investimento de cada projeto, logo esses relatórios podem afetar a decisão de investimento. A maioria dos sites, entretanto, não produz relatórios independentes sobre as empresas listadas. Eles apenas postam a solicitação de fundos e outras informações sobre os projetos, produzidas pelos próprios empreendedores.

O quadro 2.1 resume sucintamente essa seção, com as probabilidades das CFP's receberem os enquadramentos legais explicados acima, para cada modalidade:

Quadro 2.1: probabilidade de enquadramento legal por modalidade

Enquadramento \ Modalidade	Transacionar securities	Bolsa de valores	Corretoras de investimento	Consultorias de investimento
Doações	baixa	baixa	baixa	baixa
Recompensas	baixa	baixa	baixa	baixa
Empréstimos sem juros	baixa	baixa	alta	alta
Empréstimos com juros	alta	baixa	alta	alta
<i>Equity</i>	alta	baixa	alta	alta

Fonte: BRADFORD. Elaboração própria.

Discussão sobre a regulamentação do Crowdfunding

O principal conflito que um órgão regulador tem que enfrentar é o correto balanço entre proteção do investidor e promover a formação de capital. A crítica de Bradford é que a SEC sempre priorizou a proteção do investidor em detrimento da formação do capital. O autor coloca-se a favor do CF e da formação de capital:

Uma isenção para o crowdfunding irá sem dúvidas facilitar a formação de capital. Empresas muito pequenas, em particular as startups, tem uma necessidade por capitais não atendida que as *securities* do *crowdfunding* ajudará a encontrar. 20 (BRADFORD, pp 99)

O autor diz ainda que os efeitos para os investidores são incertos, mas ainda emite um parecer favorável. A isenção para o CF irá expor um grande número de pessoas a riscos sem garantias que elas tenham a sofisticação financeira necessária pra lidar com isso. O mecanismo de funcionamento do CF poderia, em alguma extensão, amenizar esses riscos, mas os investidores ainda terão que encarar uma significativa possibilidade de perda.

Mas o risco de perda é inerente em pequenos negócios e em startups. A única maneira de eliminar por completo esse risco seria barrar por completo o financiamento para esses empreendedores. A proposta de regulação para o CF deve ser estruturada para que perdas a qualquer investidor individual seja relativamente pequena e suportável. Ainda mais, o público já está contribuindo com bilhões de dólares nas modalidades de CF que não envolvem *securities* e as esses investimentos estão sujeitos aos mesmos riscos que investimentos *secutirizados* (BRADFORD, pp 99). Permitindo que o CF venda *securities* irá aumentar as possibilidades de ganhos dos dois lados SEM aumento de risco.

Pequenos negócios e startups encontram gargalos para a formação de capital, e consequentemente muitos projetos promissores não são formados, custando à sociedade empregos e inovações. Essa falta de financiamento tem duas causas principais. A primeira é a **ineficiência informacional**, culminando em encontros ineficientes entre empreendedores e investidores. Há certa concentração geográfica, como no caso do Vale do Silício ou mesmo uma concentração de classe entre os agentes tradicionais do mercado financeiro. O CF quebra essa barreira geográfica, possibilitando o acesso de fundos distantes da residência do projeto.

A segunda causa é a indisponibilidade das fontes tradicionais de recursos para muitas startups e negócios muito pequenos. Há um certo “aporte mínimo”. Muitos empreendedores

²⁰ A crowdfunding exemption would undoubtedly facilitate capital formation. Very small businesses, particularly startups, have an unmet need for capital that securities crowdfunding would help to meet.

com boas ideias que não estão nas classe média ou alta dificilmente conseguem esses fundos. Empresas em início de operação não possuem histórico para solicitar um empréstimo bancário, ou nem tem o aporte mínimo ou crivo de um venture capital. Já os investidores-anjo são mais suscetíveis a investir aportes menores, mas ainda são muito seletivos.

Assim o CF facilita a formação do capital em dois sentidos: primeiro é aberto para empresas menores, ou seja, para empreendedores que não necessitam de aportes vultosos de capital; segundo permite que investidores com pouco capital possam participar. [promove a democracia econômica, permitindo que um maior número de pessoas tenha acesso ao mercado de capitais]. Entretanto, um projeto fundado por CF não terá os serviços de monitoramento e administração que o venture capital e que o investidor-anjo fornece.

Estudo de caso – o JOBS Act e a regulação do *Crowdfunding* nos EUA

Segundo HEMINWAY (2014) a democratização na formação de capital prometida pelo JOBS Act é altamente improvável independentemente da natureza e extensão da regulação final a ser feita pela SEC e pela FINRA, (*Financial Industry Regulatory Authority*), pois o texto do Congresso que originou a lei contém equívocos que culminaram em requisitos muito custosos para os solicitantes da isenção de registro. O desenvolvimento do JOBS Act é um típico caso de regulação e conta com vários episódios, a saber:

- Prelúdio do JOBS Act: no final de 2011, surge um movimento para revitalização econômica por meio de várias propostas de leis e da mobilização das associações da iniciativa privada;
- Final de 2011: Obama insere o CF no JOBS Act;
- Março de 2012 é aprovado o CROWDFUND Act²¹. Momento em que o JOBS Act efetivamente recebe esse nome – *Jumpstart Our Business Startups*;
- 5 de Abril de 2012: o CROWDFUND Act é transformado em lei com a assinatura do Obama, sendo transformando em emenda na seção 4(a)(6) da Securities Act de 1933 (mais especificamente na Rule 506 of Regulation D). À SEC fica incumbida a tarefa transformar cada item do CROWDFUND Act em propostas de regras;
- Outubro de 2013: a SEC lança sua proposta de regras sob o CROWDFUND Act, que na realidade foi um texto quase idêntico ao JOBS Act original, apesar dos

²¹ O CROWDFUND Act é o acrônimo para Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act, também conhecido como Title III do JOBS Act, ou seja, é uma parte do JOBS Act principal.

pareceres e orientações sobre cada tópico. Essas propostas ficaram conhecidas como “**Regulation Crowdfunding**” (texto de 500 páginas).

As disposições do CROWDFUND Act feitas pelo Congresso criou uma estrutura de custos significativa que provavelmente não será ultrapassada pelos benefícios do CF. Sendo assim, os empreendedores podem preferir outros mecanismos de financiamento, evitando a emissão de *securities* em CF. Apesar disso é a SEC e não o Congresso que vem recebendo críticas sobre as falhas do texto do CROWDFUND Act, coisa qual não teve responsabilidade nenhuma. Com intuito em remediar esse problema de custo-benefício, a SEC deveria rever o trabalho do Congresso, uma tarefa que provavelmente não ira tomar, pois significaria tomar uma queda de braços entre as duas instituições, apesar de possuir autoridade para isso. No Congresso, por outro lado, não existem especialistas sobre regulação de valores mobiliários e muitos congressistas estão confusos sobre as origens das restrições contidas na nova lei. Heminway argumenta que há mais de 10 anos o Congresso vem tomando decisões que resultam em custos onerosos e em sub-financiamento.

O CROWDFUND Act resultou num acúmulo complexo de mecanismos custosos de proteção ao investidor e de integridade de mercado (*market integrity safeguards*). Ao mesmo tempo em que existem muitos dispositivos permissivos, outros mecanismos protetores foram incluídos. Os principais itens são apresentados a seguir (GOINS, T., & LITTLE, E., 2014):

- **Agentes não contemplados com a isenção:** não residentes nos Estados Unidos, companhias de capital aberto, companhias de investimentos e gestoras de fundos não podem solicitar a isenção;
- **Tetos na oferta e no investimento individual:**
 - Ofertantes não podem vender mais do que US\$1 milhão num período de 12 meses;
 - Investidores também recebem um limite de investimento para 12 meses:
 - Para uma renda anual ou patrimônio líquido menor que US\$100 mil pode-se investir o maior entre US\$2 mil ou 5% da referência;
 - Para uma renda anual ou patrimônio líquido maior ou igual que US\$100 mil pode-se investir 10% da referência, mas o valor agregado não poderá passar de US\$100 mil (ou seja, para rendas muito elevadas o teto máximo é de US\$100 mil);

- A oferta deve ser conduzida por um **intermediário**, podendo ser um corretor de investimentos ou um *funding portal* (portal de financiamento – categoria nova criada pelo CROWDFUND Act para incluir as CFP’s) e devem ser registrados na SEC ou em outra organização auto-reguladora. Uma oferta que utilize a isenção para o CF poderá utilizar somente um intermediário. Esse não pode oferecer consultoria em investimentos ou dar recomendações; não oferecer compensação na venda de *securities*; não solicitar a compra ou venda de uma oferta em específico; não possuir ou administrar fundos de investimento ou *securities*;
- **Disclosures obrigatórios:**
 - para os ofertantes: informações sobre as pessoas envolvidas no negócios, tanto o emissor como diretores e alta diretoria e principais acionistas; plano de negócios com detalhes do uso do capital solicitado; emissão de relatórios periódicos, no mínimo anuais, disponíveis para a SEC e para os investidores. As demonstrações financeiras devem ser revisadas por um contador independente e ainda ser auditadas para ofertas maiores que US\$500 mil;
 - para os intermediários: registro na SEC; garantir que cada investidor revise informações sobre educação em investimentos, que compreenda os riscos envolvidos e que respondam questões que comprovem o seu entendimento sobre esses temas.
- **Medidas contra o risco de fraude:** é responsabilidade dos intermediários checar o background das pessoas envolvidas na oferta; garantir acesso à SEC e aos investidores em potencial sobre os dados dos ofertantes; supervisionar para que o montante levantado seja repassado ao emissor apenas após atingir a meta; por outro permitir que os investidores retirem seu investimento em até 48 horas antes do final da oferta; supervisionar os limites de 12 meses para os emissores; garantir a privacidade das informações dos investidores; evitar conflitos de interesse, proibindo colaboradores do intermediário em ter algum interesse financeiro em alguma oferta;
- **Proibição de propaganda:** nem os ofertantes nem os intermediários podem realizar propaganda sobre as ofertas; restrições em promover compensação na venda das *securities*.

A SEC pontuou 300 questões direcionadas aos comentaristas, para questionar a necessidade de tantos requerimentos que o texto do Congresso exigiu. Existem algumas

modificações feitas pela SEC em algumas áreas, porém com peso mínimo se comparado aos excessos de requerimentos elaborados pelo Congresso.

O resultado do CROWDFUND Act foi uma estrutura de custos complexa alta demais para os empreendedores e intermediários (CFP's), se comparado aos benefícios proporcionados. Logo, os agentes podem preferir outras fontes de financiamento. Nessa estrutura de custos constam os *disclosures*²² obrigatórios, custos associados com *compliance* e *liability*, as auditorias e revisões dos relatórios financeiros, o registro e elevados custos de entrada aos intermediários. Segundo BRADFORD

Os detalhados requerimentos de disclosures da lei, combinados à nova seção de responsabilidades, são uma armadilha de responsabilidade para os empreendedores desavisados, não sofisticados. Alguns emissores são obrigados a se atrapalhar com os disclosures extensivos e complicados requeridos pela isenção [...] esses emissores serão responsabilizados mesmo se suas falhas em realizar adequadamente o disclosure sejam meramente por negligência, não intencionais²³. (C. Steven Bradford, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, 2012)

O *disclosure* deve ser relativamente simples, não acentuando os custos dos empreendedores. Caso os sites auxiliem na obtenção desse *disclosure* mais detalhado, eles podem ser vistos como um consultor de investimentos. No geral, esse *disclosure* deve ser não mais do que a descrição do projeto no site: informações sobre o emissor, os diretores do empreendimento, a proposta da oferta, a meta de investimento desejada e um prazo para conseguir essa meta. Um *disclosure* mais sofisticado e padronizado (que já exista no mercado financeiro) não faz sentido para empreendimentos muito pequenos. Os reguladores devem deixar o CF se desenvolver mais livremente, permitindo que os investidores encontrem o modelo mais adequado.

A nova isenção foi uma oportunidade perdida (HEMINWAY). Resultou num esquema regulatório de idéias antigas que são complicadas, caras e provavelmente não vão fazer muito em apoiar a lacuna de capital para pequenos negócios. Um observador disse que o *equity* CF talvez seja a forma mais cara de se levantar capital, podendo ser um impedimento

²² Segundo o Dicionário Sandroni de Economia (pp 178), *disclosure* é um “Termo em inglês do mercado financeiro e das Bolsas de Valores que significa a obrigação de todas as empresas que lançam títulos no mercado revelar (to disclose) todas as informações relevantes de sua situação econômico- financeira aos investidores potenciais.”

²³ The detailed disclosure requirements in the Act, coupled with the new liability section, are a liability trap for the unaware, unsophisticated entrepreneurs. Some issuers are bound to bungle the extensive, complicated disclosures required by the exemption. [...] those issuers will be liable even if their failure to disclose properly was merely negligent, not intentional.

para participantes potenciais. Além disso, os custos acabariam por ditar a maneira de se usar a isenção (resultado prático). Assim, a estratégia viável seria sempre solicitar um montante o mais perto do próximo limite possível.

Se vocês está procurando levantar dinheiro via crowdfunding, a moral da história é, tente levantar o mais próximo do limite possível. Os limites estão em \$100,000, \$500,000 e \$1M. Então, se você precisa levantar \$60,000 para o seu negócio, tente em \$99,000. Não somente você ira pagar menos por esse dinheiro, mas você terá mais dele. Claro, isso assume que você será capaz de conseguir \$99,000 pelos apoiadores. [...] Enquanto isso não era a intenção da legislação (forçar as empresas procurar mais capital do que elas precisam), isso faz sentido em tentar diminuir o custo em levantar aquele dinheiro²⁴. (Sherwood Neiss, It Might Cost You \$39K to Crowdfund \$100K Under the SEC's New Rules, VentureBeat, <http://venturebeat.com/2014/01/02/it-might-cost-you-39k-to-crowdfund-100k-under-the-secs-new-rules/>)

O objetivo autointitulado do JOBS Act seria de democratização da formação de capital pode não ser alcançada devido aos custos de participação envolvidos. Pode ser que os emissores e intermediários irão preferir outra isenção, a **Rule 506 of Regulation D**. De fato tanto ofertantes como intermediários podem encontrar uma análise comparativa de custo-benefício a favor da Rule 506 sobre o CF e em algumas condições podem determinar uma estratégia de oferta utilizando ambos os mecanismos ou ainda utilizar-se do CF somente como um plano B. Em resumo essa outra isenção geraria CFP com menos requerimentos, porém aberta somente a investidores credenciados. Experts no assunto estão chamando isso de "*accredited crowdfunding*", ou seja um crowdfunding não tão crowd assim.

Por conta dos menores custos, muitas CFP's direcionaram a atenção em facilitar a formação de capital através dos investidores creditados. Permanece incerto em que medida empreendedores e plataformas irão realmente engajar o *crowd*. Reguladores devem tomar cuidado para não criar um sistema duplo onde os investidores ricos recebem as melhores oportunidades de investimento, enquanto o público em geral é deixado com o restante. Esse resultado é inconsistente com o espírito do CF (traduzido também no CF Act). Se os custos em participar com a isenção para o CF afugentará startups promissoras e intermediários para fora do mercado de capitais ou mudar suas preferencias para operações de investimento privado que envolva um grupo elitista de investidores, o CF Act terá falhado em sua missão e será um desperdício dos esforços do Congresso e da SEC. Porém, deve haver um caminho

²⁴ If you are looking to raise money via crowdfunding, the moral of the story is, try to raise as close to the next threshold as possible. The thresholds are at \$100,000, \$500,000, and \$1M. So if you need to raise \$60,000 for your business, aim for \$99,000. Not only will you pay less for that money but you will have more of it. Of course, this assumes you will be able to secure \$99,000 from backers. [...] While this was not the intent of the legislation (to force companies to seek more capital than they need), it may make sense when trying to decrease the cost of raising that money.

para superar esses custos de transação exorbitantes e assim alcançar os objetivos que de fato levaram à elaboração do CF Act.

Os reguladores deveriam harmonizar duas seções do JOBS Act que resultam em beneficiar investidores ricos em vez do público em geral (HEMINWAY). Uma porção da lei permite publicidade em massa para ofertas privadas menos reguladas, desde que as vendas sejam feitas para investidores creditados verificados. Outra porção cria um quadro detalhado para o investimento pelo *crowd*, mas inclui um grande número de requerimentos de registro, limites de investimento, etc.

De outro jeito, o Republicano Patrick McHenry apresentou uma proposta de lei no Congresso que iria essencialmente suplantiar o Title III do JOBS Act por inteiro, substituindo por um regime de isenção de registro para o crowdfund investing mais simples e mais eficiente. Entretanto, o Congresso não seria a entidade recomendada para elaborar uma política bem equilibrada para o mercado do CF, e sim a SEC, pois essa última sofreria menos pressões políticas, relativamente mais ágil e especializada para essa tarefa. HEMINWAY declaradamente sugere que a SEC volte com a tarefa de regular o CF para melhor atender necessidades não atendidas no mercado de capitais para pequenas empresas.

O resultado regulatório final para esse processo poderia ser, por exemplo, uma nova isenção de registro caracterizada por limites ao investidor significativamente menores (por unidade e agregados), é uma regra que limita o risco do investidor por diminuir a exposição do investidor ao prejuízo financeiro. Com uma regra desse tipo, deveria haver menos preocupações quanto à necessidade para extensos mecanismos de proteção ao investidor. Outra boa sugestão seria de reclassificar as modalidades de CF que trabalham com o conceito de “*unequity*”, argumentando que esse tipo de instrumento não se encaixa na definição de *security* amplamente usada, transferindo o controle regulatório para os mecanismos de proteção ao consumidor.

Apesar CF ter a promessa de democratizar tanto o acesso ao capital como as oportunidades de investimento, a mudança de “*retail crowdfunding*” para “*accredited crowdfunding*” não cumprirá com essa promessa.

2.3 Os riscos e benefícios do Crowdfunding

Comprar e vender *securities* é geralmente uma atividade extremamente regulada. Como forma de prevenir fraudes, transações desse tipo necessitam estar num mercado

regulado e supervisionado por instituições, como a CVM ou a SEC. Na época do lançamento do comércio eletrônico de *securities*, através de *homebrokers*, céticos também argumentaram que a maioria dos consumidores seria incapaz de entender ou conduzir transações de modo prudente ou racional. Essa novidade, portanto, não iria funcionar. Vinte anos depois do início dessa modalidade uma comunidade de *e-traders* vem se sofisticando cada vez mais e adquirindo novos adeptos. Fatores como esse demonstram que as predições de catástrofe não estavam corretas.

O argumento que a fraude e perda do investidor irão aumentar é trivial. Qualquer expansão do mercado financeiro, seja através do CF ou não, implica nisso. A questão deveria ser se os benefícios de uma isenção (regulação adequada) ultrapassa esse custo. Mas uma vez voltamos ao fato de que a população já está investido em sites de CF que não emitem *securities*. Porém, as *securities* aumentam o potencial de ganhos dos investidores. O que a legislação proíbe, no caso, é a probabilidade de qualquer ganho, visto que o risco já é tomado. Mesmo o risco de fraude independe do tipo de investimento, ele pode existir tanto com a emissão de *securities* ou sem elas (BRADFORD, pp 116).

O crowdfunding com *securities* aumenta o potencial de ganho desses investidores. Em vez de fazer uma doação ou escolher por alguma recompensa, investidores em *securities* podem receber uma taxa de retorno ou parcela dos lucros do empreendimento. Eles talvez não recebam o retorno prometido, mas mesmo a possibilidade de retorno ou lucro é melhor que nenhum retorno financeiro, apesar de tudo. O risco de fraude ou auto-promoção é o mesmo no contexto do crowdfunding sem *securities* como no contexto do crowdfunding com *securities*. O ganho do fraudador ou do empreendedor auto-promotor depende da quantia investida, não do tipo de retorno oferecido aos investidores²⁵. (BRADFORD p.p. 116)

Auxiliar as pessoas a ganhar familiaridade com o CF nas modalidades de doação, recompensa e compra antecipada ajudaria a acelerar o lançamento posterior das modalidades que envolvam *securities*, principalmente a modalidade de *equity*. Os órgãos reguladores devem elaborar isenções que permitam um registro fácil e barato para as ofertas de *securities* via CF. Se os custos de levantar o capital, combinado com os custos da campanha, forem

²⁵ Securities crowdfunding increases the potential gains to these investors. Instead of making a donation or settling for some reward, investors in crowdfunded securities can receive interest or a share of the entrepreneur's profits. They may not receive the promised return, but even the possibility of interest or profit is better than no financial return at all. The risk of fraud or self-dealing is the same in the nonsecurities crowdfunding context as in the securities crowdfunding context. The gain to the fraudster or the selfdealing entrepreneur depends on the amount invested, not on the type of return offered to investors.

muito altos, os empreendedores talvez prefiram continuar com os métodos de financiamento tradicionais.

Os benefícios do *Crowdfunding*

Providenciando uma nova fonte de capital principalmente para agentes que não eram atendidos pelos sistemas de financiamentos tradicionais, o CF vem com a promessa de democratizar e expandir o acesso ao capital, por permitir que a comunidade – *the crowd* – determine qual empreendimento deve obter fundos. Aproveita-se da tecnologia para alargar a base de investidores potenciais e é um mecanismo viabilizador para formação de novas empresas, criação de empregos e crescimento econômico. Alguns benefícios são:

Mesclar as mídias sociais com o financiamento empresarial: o CF é complementar ao sistema de financiamento tradicional e pode substituí-lo quando esse não for bem-desenvolvido, com a vantagem de possuir procedimentos mais ágeis e simples;

Aumentar a eficiência para investidores e empreendedores: o CF permite diluir o risco do investidor, ao mesmo tempo em que pode ser uma fonte de financiamento mais barata ao empreendedor;

Inovar o ciclo de investimentos: o CF não substitui o papel do investidor-anjo nem do venture capital, mas sim facilita o encontro de empreendimentos com investidores potenciais. O CF ainda preenche uma lacuna de investimento, ao possibilitar o acesso de capital em situações que os modelos tradicionais não atuam;

Expandir o raio geográfico dos investidores: o CF permite que o fluxo de investimentos ultrapasse barreiras geográficas e diminua a concentração regional de investimento;

Validação do produto e prospecção de mercado: o CF possibilita a exposição de certo produto ou ideia para o mercado validar, pois os apoiadores são os primeiros consumidores. Se uma campanha atinge sua meta de financiamento, isso significa que a produção inicial é viável, além de sinalizar positivamente para um posterior investimento-anjo;

Redes de parceria: os apoiadores são ao mesmo tempo consumidores, investidores e consultores do projeto. A partir da rede gerada nas campanhas, os apoiadores fornecem feedbacks para que o plano de negócios ou o design do produto sejam aperfeiçoados.

Empreendedores possuem um canal aberto para atualizar o público sobre o andamento do projeto;

Por fim, o CF ainda estimularia a **sofisticação financeira da população**. Um estudo da Prosper (BRADFORD, 2012) mostra que os usuários do site estão fazendo melhores escolhas de investimento, se comparada ao início de operação do site.

Os riscos do *Crowdfunding*

O mercado do CF vem operando em muitos países por alguns anos com poucos relatos de casos de fraude. Entretanto, com a expansão do mercado, inevitavelmente haverá tentativas de fraudes ou de contornar a legislação. Apesar disso, as maiores preocupações sobre os riscos são sobre **fracasso do negócio, falha de execução ou desafios de entrega** (BANCO MUNDIAL, 2013). O fracasso pode resultar de uma má gestão, falta de recursos ou erros no cálculo na demanda do mercado. Os desafios de execução e de entrega podem ocorrer em projetos bem-sucedidos quando a empresa não está preparada, por exemplo, com as necessidades logísticas e capacidade de produção para cumprir com a demanda gerada pela campanha.

O medo de fracassar e o estigma relacionado ao fracasso desencoraja o empreendedorismo. Empreendedores aprendem com os erros e precisam ser treinados a tomar riscos calculados. Para o Banco Mundial são as leis desatualizadas que fazem do fracasso algo desproporcionalmente arriscado. Há a necessidade de uma regulação que considere o fracasso como algo natural no desenvolvimento econômico.

Dados disponíveis para o mundo desenvolvido mostram que mais que 50% das startups falham em até cinco anos (BANCO MUNDIAL, 2013). Investidores potenciais precisam de *disclosure documents* para auxiliá-los a entender esses riscos, a ausência de garantias, limitações de liquidez dentre outras possíveis armadilhas. Além dos *disclosures documents*, as CFP's devem providenciar ferramentas de educação sobre investimentos robustos e de fácil entendimento.

A fraude é uma preocupação legítima, apesar de fraudes bem-sucedidas serem bem raras no CF. O cenário mais provável para fraudes envolve crimes em criar CFP's falsas e campanhas falsas para atrair o dinheiro do investidor.

O esquema regulatório existente no mundo desenvolvido também utiliza-se de mecanismos contra a **lavagem de dinheiro**, e os três maiores sites do modelo de recompensas e compra antecipada (**Kickstarter**, **Indiegogo** e **RocketHub**) são totalmente concordantes com leis internacionais contra a lavagem de dinheiro. Os mecanismos usados pelos processadores de pagamentos eletrônicos e pelas câmaras de compensação também contêm proteção contra lavagem de dinheiro.

Os principais riscos associados ao CF variam de acordo com o tipo da plataforma. Dados das maiores plataformas existentes **sem retornos financeiros** mostram que não houve nenhum registro de fraude bem-sucedida. Tentativas de fraude foram feitas, porém foram frustradas devido à transparência inerente do CF. Os projetos estão sendo constantemente avaliados, e se um possível investidor lança uma pergunta que desafie as campanhas fraudulentas, caso a resposta demore a vir ou não seja adequada, isso revela a fraude e a campanha é retirada do ar. O principal risco aos consumidores para os modelos sem retornos financeiros é o **risco de entrega** (*fulfillment risk*) logo as políticas de cada CFP devem determinar quem é o responsável por administrar a devolução parcial do apoio ou a entrega de recompensas alternativas. Devemos ressaltar que as CFP's não são lojas, mas sim um mecanismo de financiamento.

O risco mais comum para as modalidades que oferecem **retornos financeiros** (como o equity) é o mesmo para qualquer investimento corporativo, o **risco de fracasso do negócio** (*business failure risk*). Investidores experientes sabem que investir em empresas novatas é mais arriscado que investir em empresas maduras, pois essas apresentam histórico de vendas, time de administradores experientes e estrutura formada.

Podemos agrupar os riscos inerentes ao CF em 5 categorias diferentes (BANCO MUNDIAL, 2013), o risco do negócio, risco do investidor, risco do empreendedor, riscos regulatórios e riscos industriais:

Riscos do negócio

- **Risco de fraude:** céticos do CF argumentam que essa indústria será repleta de fraudes. Enquanto não há relatos de fraudes bem-sucedidas no mundo desenvolvido até agora, o mercado tradicional de *securities* foi repleto de exemplos de fraudes na década passada, logo há um receio que outras inovações financeiras sigam a mesma trajetória. A educação do investidor é uma arma importante para mitigar esse tipo de

risco. Outros mecanismos também auxiliariam a prevenir fraudes, como verificação do histórico dos empreendedores e exigir que as CFP's sejam registradas e supervisionadas pelo corpo regulatório local;

- **Risco de fracasso:** investimentos via CF não oferecem garantia de retornos. Qualquer investimento feito pode ser perdido devido fracasso do negócio. Esse tipo de risco pode ser resultado de administração falha, falta de recursos ou cálculos equivocados sobre a demanda do mercado. Mais uma vez a educação do investidor é ferramenta contra esse tipo de risco, principalmente sobre a diversificação de portfólio como mecanismo para prevenir perda total de investimento;
- **Lavagem de dinheiro:** as campanhas podem servir de fachada para acobertar transferências ilegais de dinheiro. Isso pode ser rebatido colocando-se tetos nos montantes solicitados em um período de tempo. Alternativamente, poderá haver um tempo de congelamento entre o momento em que uma campanha atinge a meta de financiamento e o momento em que o dinheiro é realmente transferido para o dono da campanha. Esse intervalo serviria como auditoria para os investidores e para reguladores;
- **Riscos setoriais:** o CF tem mostrado maior tração em alguns setores, como em jogos e *gadgets* tecnológicos. Campanhas sobre pesquisa científica e tecnologia de ponta são naturalmente complexas e com retornos difíceis de prever. O sucesso em outros setores vai depender da capacidade das campanhas em fazer o investidor entender a proposta. Uma estratégia para aumentar o interesse do *crowd* por outros setores é começar solicitando por projetos módicos, de pequenas metas de financiamento, para sinalizar positivamente sobre essas campanhas. Alternativa é levantar apenas parte do financiamento desejado através do CF, e caso a campanha seja bem-sucedida utilizar esse argumento para solicitar investimentos maiores em outros canais de financiamento;
- **Risco de falha em financiamentos subsequentes:** utilizar investimentos através do CF cria uma lista de investidores mais complicada de administrar. Lidar com muitos investidores pode ser uma tarefa árdua para empresas iniciantes que não tenham uma estratégia de comunicação adequada. Investidores posteriores podem reconhecer essa dificuldade e decidir não investir numa empresa com uma lista de investidores tão complicada. Atualmente não há uma alternativa comum para simplificar esse problema, mas possivelmente o mercado do CF irá desenvolver soluções sobre o

tema com a evolução do mercado. Uma estratégia é transformar os *crowdinvestors* em um grupo de votantes únicos, para facilitar a comunicação e transmissão de poderes aos outros investidores. Outra seria fornecer a opção de recompra futura das parcelas fundadas pelo CF.

Risco do empreendedor

- **Falta de experiência:** empreendedores nem sempre tem todo o conhecimento necessário para construir, tocar e levantar capital para um negócio. Os governos poderiam aproveitar o desenvolvimento do CF para engajar um movimento de educação empreendedora e de investimentos. Para as campanhas que queiram participar da modalidade de *equity*, exigir a presença de um contador, corretor ou advogado atenuaria a falta de experiência do empreendedor;
- **Risco de relacionamento com o investidor:** é possível que investidores demonstrem expectativas irreais sobre as campanhas ou sobre os investimentos. Nesse caso, os empreendedores podem não serem capazes de tocar ativamente o negócio e ao mesmo tempo ficar engajados na comunicação com o investidor no nível exigido. De outro modo, a falta de comunicação pode levar a uma reação adversa sobre a campanha em questão e conseqüentemente sobre o CF como um todo. Pode ser que os empreendedores não estejam preparados a utilizar as ferramentas de comunicação das redes sociais adequadamente para se comunicar com os investidores. Investidores internacionais geralmente têm necessidades adicionais de transparência e de comunicação, logo uma má comunicação espantaria esses investidores.

Riscos do Investidor – risco de liquidez e de perda do investimento: os investimentos em *Crowdfunding* possuem liquidez limitada, já que não há um mercado secundário bem estruturado para esses valores mobiliários. Algumas CFP's exigem que os compradores de securities emitidas pelo site só possam vendê-las novamente daqui um ou dois anos, e mesmo assim não há a garantia de haver demanda por elas. Investidores devem compreender que as ofertas em CF são investimentos de longo prazo, e com liquidez limitada e dependente da demanda de mercado. Um limite de investimento deve existir como forma de proteger o

investidor não-creditado. Um mercado secundário organizado e acessível ao público para negociar as *securities* aumentaria a liquidez desse investimento.

Risco regulatórios e de *compliance*: o mercado de valores mobiliários é um dos mais regulados no mundo, porém há escassez de jurisprudência ou orientação dos tribunais para definir limites e solucionar questões próprias sobre o CF. O corpo regulador pode resistir ou rejeitar os argumentos favoráveis ao CF, por isso é necessário que as CFP's e o ecossistema expandido do CF se envolvam com os formadores da regulação para construir um enquadramento regulatório para esse novo mecanismo, caso contrário as CFP's e empresas financiadas pelo CF poderão ser alvos de ações legais. Os modelos de recompensa e compra antecipada também trazem riscos associados, quando ainda não são bem compreendidos ou não são contemplados pelo regime regulatório vigente. O caso mais complicado é a modalidade com retornos financeiros, e recomenda-se consultar os órgãos reguladores antes de se iniciar as ofertas nas plataformas;

Risco industrial – rejeição do mercado: o investimento em CF é uma nascente modalidade de alocação de ativos. É também uma classe de investimento muito arriscada. Não sabemos qual será a aceitação dos investidores para essa nova modalidade de investimento ou se eles irão complementar seus portfólios com CFI. Histórias sobre fraudes ou perdas experimentadas por outros investidores pode espantar investidores futuros, ao mesmo passo que histórias bem-sucedidas sobre negócios criados através do CF sinalizam positivamente. A boa avaliação do CF deve ser construída passo-a-passo.

Estratégias para mitigação dos riscos

Para cada um dos riscos listados acima fornecemos algumas estratégias para mitigação do risco correspondente. Em geral, ações para mitigar os riscos trazidos pelo CF podem ser conduzidas em 4 frentes distintas (BANCO MUNDIAL, 2013):

Regulação: os governos devem rever e modernizar suas leis para incorporar o fracasso de uma maneira mais amigável, bem como ter um balanço equilibrado entre a proteção ao investidor e a formação de capital. Programa específico deve ser criado para estimular o investimento em startups e pequenas empresas. Devemos ressaltar que as

regulações para o CF não devem se tornar por demais onerosas, pois assim os agentes continuarão preferindo os modelos de investimentos tradicionais;

Tecnologia: para que o CF funcione os indivíduos devem ter acesso a uma internet de banda larga ou rede de dados móvel (para celulares) confiáveis. Tecnologias que facilitem a comunicação entre investidores e empreendedores e que permitam sistematizar e agilizar o ciclo de vida do negócio devem ser empregadas e permitidas a operar livremente;

Social: indivíduos de um país devem ser ativamente engajados em redes sociais, como vimos no primeiro capítulo, é o principal fator determinante para o CF. As redes devem permitir oportunidades que favoreçam a emergência da sabedoria da multidão (*wisdom of the crowds*). Comunidades devem aproveitar de eventos de startups e de investidores para apoiar o empreendedorismo e a desenvolver círculos de confiança;

Cultural: o setor privado deve ser engajado em auxiliar a criação de canais de negócios viáveis que podem se tornar oportunidades de investimento. Nisso inclui a criação e utilização de espaços de *co-working*, incubadoras e aceleradoras. Fornecendo espaço físico, mentoria, compartilhando oportunidades de aprendizado e formalizado um espaço para testes de mercado, tanto o crowdfunding como outras empreitadas criativas, o setor privado pode significativamente melhorar a criação de uma cultura empreendedora.

O Banco Mundial ainda sugere uma ordem ideal para a adoção de mecanismos de proteção, para tornar o CF um ambiente seguro e avesso às fraudes:

1. Regulamentação do *Crowdfunding*;
2. Fiscalização do governo ou órgãos competentes;
3. Regulamentação das CFP's;
4. Verificação de antecedentes dos donos de campanhas;
5. *Disclosures* obrigatórios;
6. Fiscalização via redes sociais;
7. Limites para o investidor (como tetos de investimento anuais) e educação financeira e empreendedora;
8. Relatórios obrigatórios.

2.4 Um ecossistema para o *Crowdfunding*

Para a viabilidade do CF, um ecossistema de suporte deve existir, assim como iniciativas e ações diversas. São coisas que vão além apenas da existência das CFP's, dos apoiadores e dos empreendedores, mas sim a relação desses agentes com outras instituições como o governo, as universidades e a iniciativa privada. Entre ações podemos citar uma regulação com visão de futuro, soluções tecnológicas efetivas e culturas que possam se adaptar para esse novo veículo de investimento.

Fatores-chave que facilitariam o desenvolvimento de um ecossistema funcional para o CF relacionam-se a **fatores econômicos, sociais, tecnológicos e culturais**, (BANCO MUNDIAL) os mesmos listados acima utilizados na mitigação dos riscos para o CF.

Um quadro regulatório deve aproveitar a transparência, velocidade e escala que os avanços da tecnologia e internet podem oferecer, considerando o alcance da internet e das redes sociais. A penetração de mídias sociais e alto nível na utilização da internet são necessários para aproveitar tendências demográficas e tecnológicas, permitindo assim a colaboração e mudanças culturais.

Uma economia que facilite a formação de capital ao mesmo tempo em que forneça proteção ao investidor através não somente da regulação, mas também através de educação. Reguladores têm a oportunidade de aprimorar a proteção ao investidor e monitorar o comportamento desses e dos empreendedores, com praticamente custo zero, aproveitando a natureza participativa do CF para promover a educação financeira e empreendedora do público.

Colaboração com outros eventos de empreendedorismo como competições de plano de negócios, incubadoras, aceleradoras e espaços de *co-working* para criar um canal de oportunidades e supervisão – o CF é uma inovação disruptiva que pode causar um efeito catalizador em outros elementos do ecossistema empreendedor, inclusive no modo como esses agentes se articulam. Uma vez inserido no ecossistema, a indústria do CF passará a ser supervisionada pelos demais agentes.

Terceiro Capítulo – O *Crowdfunding* no mundo

Nesse capítulo iremos discorrer como está se desenvolvendo o *Crowdfunding* no exterior. Inicialmente apresentaremos dados sobre esse mercado que comprovam o CF como um fenômeno do mundo desenvolvido, com altos índices de concentração na América do Norte e Europa, porém com maior aceleração de crescimento em outras regiões. Na segunda seção destacaremos as oportunidades para o CF no mundo em desenvolvimento. Posteriormente iremos apresentar alguns casos de desenvolvimento da indústria e da regulação para algumas economias e regiões, fazendo referência principalmente com o JOBS Act. Na seção 4 sintetizamos as resoluções feitas em alguns países em quadros comparativos. A seção 5 apresenta a institucionalidade do mercado, com a criação de várias associações e consultorias que derivam do *Crowdfunding* e finalizamos como tendências futuras que sinalizam uma maior diversificação dessa nova indústria.

3.1 Composição do mercado mundial e crescimento

Vimos no primeiro capítulo que o mercado do *Crowdfunding* global apresentou um crescimento de cerca de 80% em 2012, comparado ao ano anterior.

Tabela 3.1: Volumes de mercado por região, em US\$ milhões

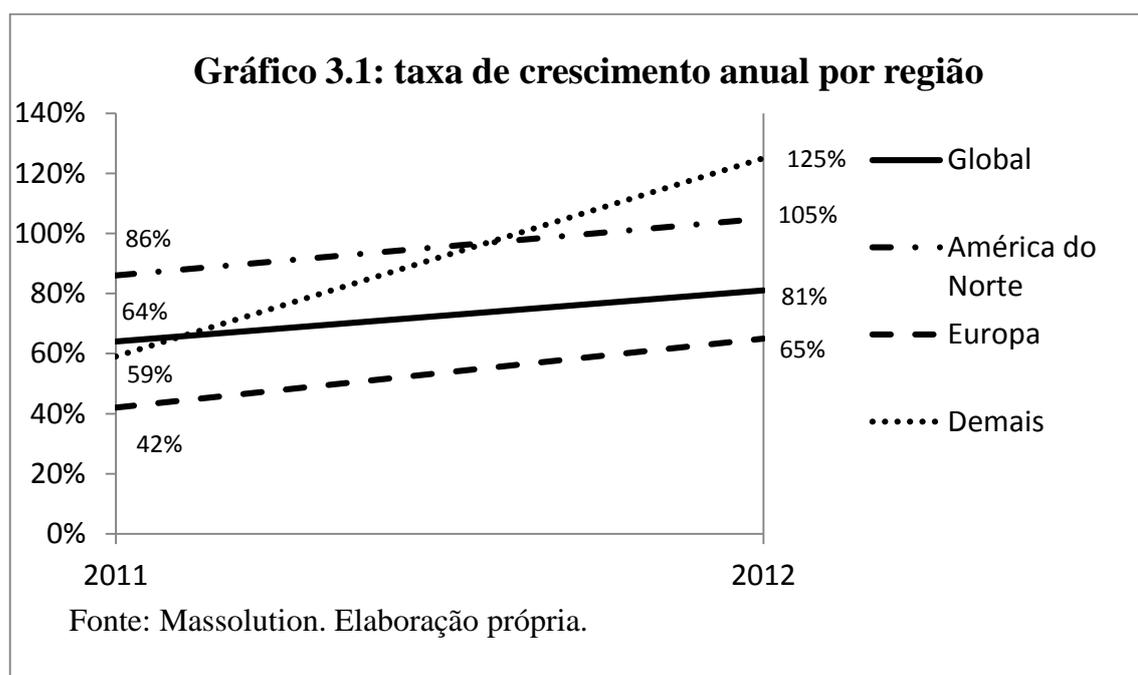
Região	2011*	2012
Global	1.500	2.700
América do Norte	783	1.606
Europa	573	945
1-) Am. do Norte + Europa	1.356	2.551
Oceania	34	76
Ásia	15	33
América do Sul	0,356	0,800
África	0,029	0,065
2-) Demais regiões	49	110
Razão 1 / 2	28	23

Fonte: MASSOLUTION. Elaboração própria. *Valores calculados a partir das taxas de variações regionais em relação ao total para o ano.

As maiores fatias de mercado estão esmagadoramente concentradas na América do Norte (principalmente nos Estados Unidos) e Europa, que apresentaram em 2012 um volume de, respectivamente, US\$1.606 milhões e US\$945 milhões (ver Tabela 3.1). A América do Sul e África não chegaram a US\$1 milhão em nenhum ano avaliado, portanto representam os

menores mercados para essa indústria. Para compararmos melhor, temos os valores da América do Norte somados com a Europa (mercados mais maduros) em uma linha e outro subtotal para as demais regiões (mercados menos maduros), a saber, os valores para Oceania, Ásia, América do Sul e África agregados²⁶. A discrepância entre as duas regiões que acabamos de delimitar fica mais evidente na última linha da tabela, que dá o razão do valor de mercado da primeira em relação a segunda região. Isso é, em 2011 o valor de mercado agregado para os mercados maduros foi 28 vezes maior que o mesmo valor para os mercados iniciantes. Para 2012 foi 21 vezes maior, ou seja, indica uma menor disparidade.

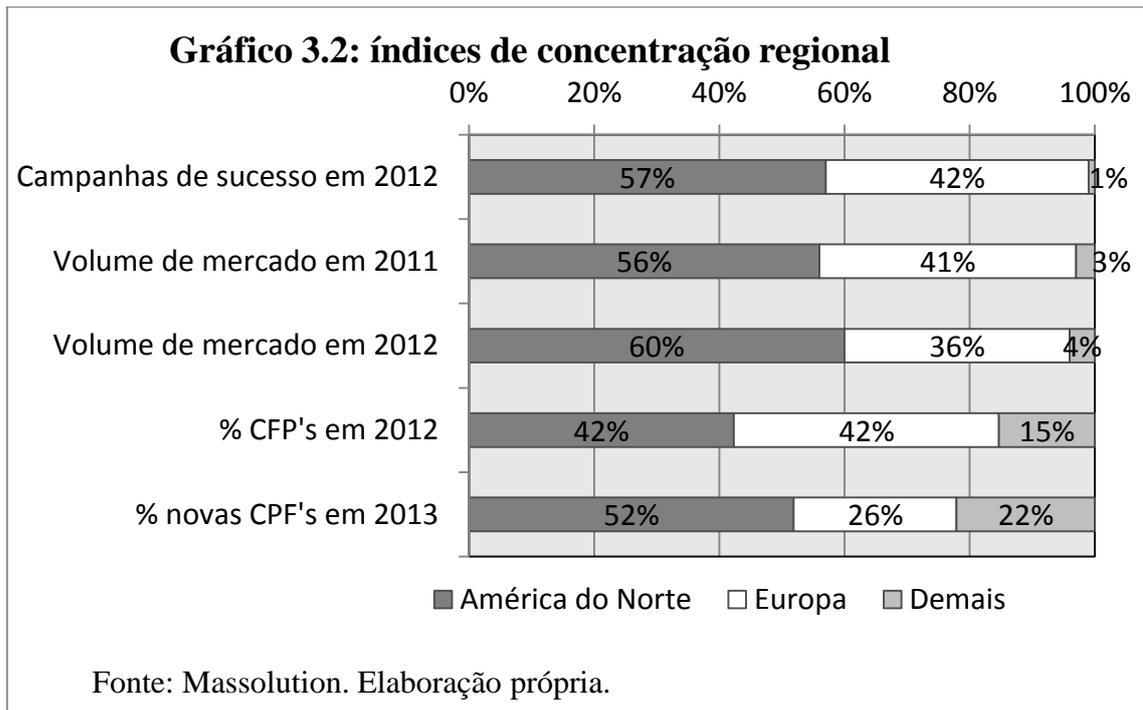
Esses menores mercados não apresentam, porém, menores oportunidades para o desenvolvimento do CF. No Gráfico 3.1 vemos que a taxa de crescimento para as demais regiões ultrapassou, em 2012, as taxas globais, da América do Norte e da Europa. O crescimento se mostrou acelerado para todas as regiões, mas mais acentuadamente fora das economias centrais.



Obviamente que somente a taxa de crescimento não justifica o desenvolvimento do CF nas demais regiões, pois estamos trabalhando com números absolutos muito baixos. Para a análise da dinâmica de repartição e crescimento do CF utilizaremos índices de concentração regional complementares, como mostra o Gráfico 3.2. A evolução da taxa de crescimento, em

²⁶ Uma análise mais acurada deveria desconsiderar a Austrália da região da Oceania, visto que nesse país o mercado do *Crowdfunding* se mostra bem desenvolvido, com destaque para modalidade de equity com a plataforma ASSOB. Os dados fornecidos pela Massolution, entretanto, não permitem esse detalhamento. Quando nos referirmos a “demais regiões” devemos lembrar-nos do caso Australiano.

realidade, pode ser um indicador do nível de maturidade dos mercados regionais. Vimos que esse índice manteve um crescimento estável global e também para a América do Norte e Europa (curvas mais suaves), que são mercados mais maduros, inclusive com arcabouço regulatório incipiente. Como nas demais regiões o mercado não é tão maduro, mas apresenta potencial de crescimento, houve esse salto na taxa de crescimento, que foi de 59% em 2011 para 125% em 2012, ilustrado pela maior inclinação da curva.

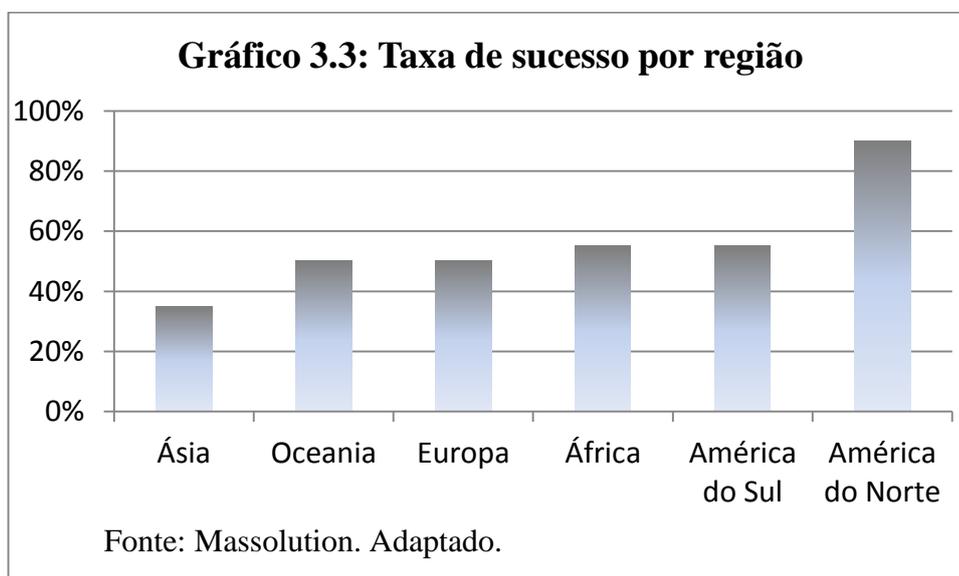


A América do Norte possui os maiores valores para todos os índices de concentração regional, seguindo em segundo lugar a Europa. Em último lugar estão as demais regiões. Há alguma mobilidade que evidenciam a tendência do mercado se concentrar ainda mais na América do Norte, mas há alguma mobilidade que mostra principalmente um desenvolvimento acelerado nas demais regiões.

No índice “campanhas de sucesso em 2012” temos as campanhas de CF bem sucedidas para o referido ano. Esse item desconsidera a nacionalidade dos responsáveis pelas campanhas (*campaign owners*) ou em qual região serão empregados os recursos, mas sim a **localidade jurídica das plataformas**, visto que algumas delas têm atuação internacional. Vemos que fora das economias centrais foram financiadas com sucesso apenas 1% de todas as campanhas. Mais da metade (57%) foram campanhas financiadas por CFP’s residentes na América do Norte, enquanto as restantes (42%) foram financiadas na Europa.

Conseguimos verificar certa mobilidade nos mercados regionais, avaliando os itens “volume de mercado em 2011” e “volume de mercado em 2012”. Notadamente houve uma maior concentração na América do Norte, que passou 56% para 60% do mercado global, em detrimento da Europa, que diminuiu sua concentração de mercado de 41% para 36%. Ressaltando que essa “perda” é apenas relativa, visto que em 2011 a Europa movimentou, aproximadamente, US\$573 milhões e em 2011 US\$945 milhões em 2012, ou seja, cresceu em números absolutos. As outras regiões sofreram um incremento de apenas 1% da repartição do mercado, que era de 3% em 2011 e foi para 4% em 2012, entretanto isso significou um aumento em valores de mercado brutos de 125%. Se em 2011 as demais regiões movimentaram cerca de US\$49 milhões, esse valor saltou para US\$110 milhões em 2012.

Outra métrica de maturidade do mercado em uma região é a diferença entre os itens “% de CPF’s em 2011” e “% de novas CFP’s em 2012”. O primeiro diz quantas plataformas existiram em 2011, numa determinada região, se comparada ao coletivo global de plataformas existentes. O segundo fala onde foram estreadas, em 2012, as novas plataformas. Mais uma vez vemos que a Europa se mostra como o mercado mais maduro, enquanto na América do Norte e demais regiões o índice de novas plataformas é maior que o índice de plataformas pré-existentes, revelando assim, “espaços” para crescimento.



No Gráfico 3.3 temos a taxa de sucesso por região. Aparentemente o grau de maturidade dos mercados regionais não tem influência nas taxas de sucesso. Mercados poucos desenvolvidos, como a África e América do Sul possuem taxas de sucesso superiores que a Europa. Destaca-se a alta taxa de sucesso na América do Norte, de **90% de campanhas financiadas com sucesso**. Essa informação merece uma verificação mais cautelosa, porém

isso está fora do escopo desse trabalho. Dois motivos para a alta taxa de sucesso na América do Norte seriam: (i) um ambiente empreendedor mais favorável; (ii) a existência de muitas CFP's nessa região que trabalhem com o modelo de financiamento (*funding model*) do tipo KIA (*keep-it-all*), onde uma campanha que consiga levantar qualquer quantia, mesmo que não atinja a meta, seria considerada bem-sucedida.

Resumidamente, com o que foi mostrado até agora, queremos concluir que os maiores mercados são a América do Norte e Europa, nessa ordem, sendo que o mercado europeu está mais maduro. As demais regiões, onde o mercado se apresenta menos maduro, verificamos um crescimento mais acelerado, mostrando que nessas regiões há sim oportunidades de desenvolvimento.

3.2 Oportunidades para o Crowdfunding no mundo em desenvolvimento

Nesse item iremos lançar luz ao desenvolvimento do CF nas “demais regiões”, onde estão primordialmente os países subdesenvolvidos e em desenvolvimento. O Banco Mundial aponta o *Crowdfunding* como ferramenta para o desenvolvimento econômico, dizendo que

Economias em desenvolvimento que administrarem esse processo [de promover o *Crowdfunding*] com sucesso talvez estejam aptas a ultrapassar o mundo desenvolvido, tanto no senso regulatório como no econômico, por criar um ambiente para uma finança em seu estágio inicial que facilite o empreendedorismo, o suporte para empresas de inovação tecnológica e o surgimento de indústrias novas e competitivas²⁷. (BANCO MUNDIAL, pp 29)

Logo as demais economias se beneficiariam pelo relativo atraso no desenvolvimento tanto do CF como das finanças como um todo. Por um lado o CF substituiria as finanças tradicionais nesses mercados, por outro poder-se-ia saltar etapas no desenvolvimento dessa indústria, por observação do ocorrido nas economias centrais.

Em 2012 a população mundial foi estimada em aproximadamente 7 bilhões de indivíduos. Desses, 45% possuem acesso à internet (BANCO MUNDIAL, 2013), ou seja, há uma população mundial de internautas que chega a 3,15 bilhões de pessoas. Sendo 80% a taxa de utilização regular de redes sociais entre os internautas, podemos estimar em 2,52 bilhões

²⁷ *Developing countries that manage this process successfully may be able to leapfrog the developed world, in both a regulatory and economic sense, by creating frameworks for early-stage finance that facilitate entrepreneurship, the fostering of innovative technology enterprises, and the emergence of new competitive industries.*

de usuários regulares de redes sociais. Uma parcela dessa população está apta a participar do CF.

Enquanto o CF ainda é um fenômeno do mundo desenvolvido, ele pode ser uma valiosa ferramenta para o mundo em desenvolvimento, favorecendo os fluxos de capitais e de produtos entre o norte e o sul, provendo retornos para investidores individuais, mudando normas sociais. O mundo em desenvolvimento poderia ainda ultrapassar os países desenvolvidos em algumas questões, pois poderiam “saltar” etapas, como em propor regulação mais amigável ao CF ou desenvolvendo modelos de plataformas melhores. Em projeções feitas pelo BANCO MUNDIAL (2013), há entre 240 e 344 milhões de famílias no mundo em desenvolvimento aptas a participar no mercado de *Crowdfund Investing*, ou seja, nas categorias de CF que envolvem *securities*. **É um potencial de US\$96 bilhões por ano até 2025.** Esse valor representaria apenas 1,5% de toda a poupança do mundo em desenvolvimento, porém é quase duas vezes mais que o valor global (excetuando-se os EUA) de *Venture Capital*²⁸.

Na Tabela 3.2 consta uma contagem no número de plataformas existentes pelo mundo. A tabela mostra apenas países desenvolvidos ou em desenvolvimento, porém algumas iniciativas em países subdesenvolvidos começam a surgir, inclusive com o apoio do Banco Mundial (Quênia). Mais uma vez os valores apontam para a concentração nas economias centrais. Os EUA contabilizam 344 plataformas, enquanto os outros países juntos somam menos que isso, totalizando 328. Os países europeus, cada um, apresentam uma boa contagem, destacando-se o Reino Unido, com 87 plataformas. Todos os países do BRIC estão representados, com destaque para o Brasil e Índia, com 17 e 10 plataformas respectivamente. A Rússia tem 4 plataformas em funcionamento, enquanto a china apenas uma.

²⁸ Poupança do mundo em desenvolvimento em 2010: US\$6.304 bilhões. Montante global de venture capital, em 2012, excetuando-se os EUA: US\$21 bilhões. Dados do Banco Mundial.

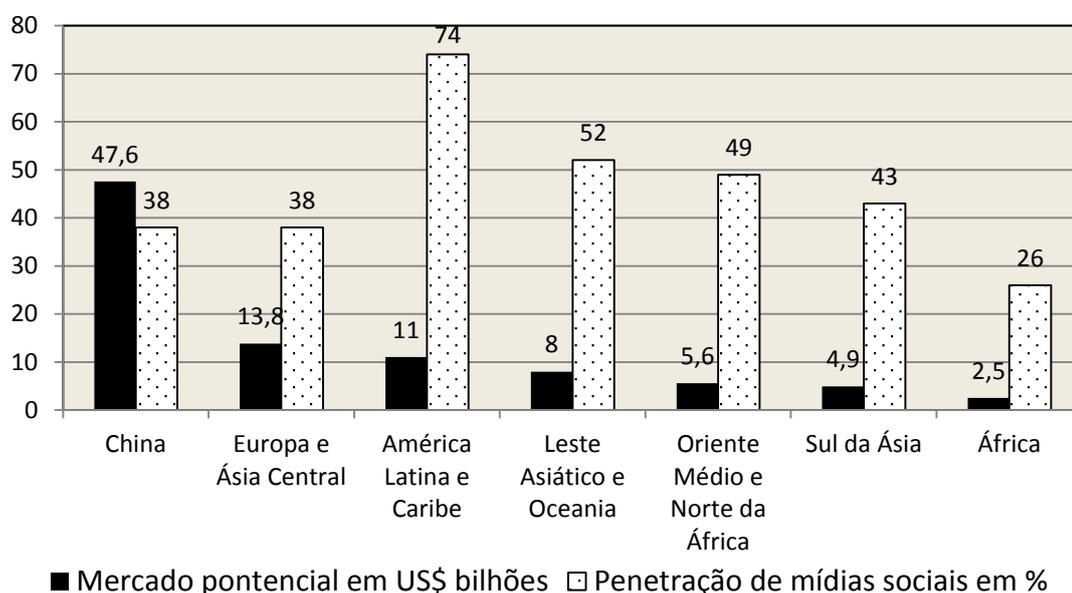
Tabela 3.2: Número de CFP's pelo mundo

País	Nº de plataformas	País	Nº de plataformas
EUA	344	Austrália	12
Reino Unido	87	Índia	10
França	53	África do Sul	4
Países Baixos	34	Rússia	4
Canadá	34	Bélgica	1
Espanha	27	Hong Kong	1
Alemanha	26	China	1
Brasil	17	Emirados Árabes Unidos	1
Itália	15	Estônia	1

Fonte: Banco Mundial. Adaptado.

Vimos no Capítulo 1 que uma *proxy* razoável do grau de engajamento do CF numa determinada economia é o número de CFP's residentes lá. Também vimos que o maior determinante, fortemente e positivamente correlacionado, para o desenvolvimento do CF é a taxa penetração de redes sociais. Com essas informações em mente poderemos refletir melhor sobre os dados apresentados no Gráfico 3.4. Apresentamos no primeiro capítulo as projeções feitas pelo Banco Mundial (2013), dizendo que existem entre 240 e 344 milhões de famílias no mundo em desenvolvimento aptas a participar no mercado de *Crowdfund Investing*, ou seja, nas categorias de CF que envolvem *securities*. O Gráfico 3.4 então confronta duas informações apresentadas acima: o potencial de mercado *versus* a taxa de penetração de redes sociais, para cada região.

Gráfico 3.4: potencial de mercado vs. penetração de mídias sociais



Fonte: Banco Mundial. Adaptado.

Como comparação, vamos pegar os casos da América Latina e Caribe e da China. Apesar de a China sozinha apresentar um enorme potencial de mercado, de US\$47,6 bilhões, esse país tem a menor taxa de penetração de mídias sociais dentre todas regiões listadas, enquanto a América Latina e Caribe tem o maior valor para a referida taxa. Mesmo com um potencial de mercado inferior ao chinês, é de se esperar que naquela região surjam mais plataformas, fato que se corrobora com a contagem atual mostrada anteriormente. Tanto o Brasil como a China são países em desenvolvimento de dimensões continentais, com economias relativamente estáveis e crescentes, porém no primeiro país temos 17 plataformas, e no segundo apenas uma. Há razões para acreditar que o CF se desenvolva mais rapidamente em regiões com maiores taxas de penetração de mídias sociais, como na América Latina e Caribe. Outras razões incluem uma maior transparência, vontade em assumir riscos, suporte do livre mercado para inovações (BANCO MUNDIAL, 2013).

Entretanto a habilidade em aproveitar as oportunidades para desenvolver o CF vai depender em partes na velocidade e comprometimento das demais instituições do ecossistema expandido para o CF em aceitar novas metodologias tanto para formação de capital como para possibilitar uma maior confiança. Vimos no segundo capítulo que fatores-chave que facilitariam o desenvolvimento de um ecossistema funcional para o CF relacionam-se a **fatores econômicos, sociais, tecnológicos e culturais** (BANCO MUNDIAL, 2013).

3.3 O *Crowdfunding* em vários países

Estados Unidos

Vimos no segundo capítulo que o marco regulatório do *Crowdfunding* nos Estados Unidos foi **JOBS Act**, lei assinada por Barack Obama em 5 de Abril de 2012. Foi um ato para permitir que pequenas empresas possam captar recursos de até US\$ 1 milhão por investidor individual através de um corretor de investimentos ou website. A principal consequência disso foi a ampliação das possibilidades para o *Crowdfunding* – antes somente as plataformas do tipo doação pura não tinham entraves legais. Agora são permitidas recompensas monetárias, ou seja, há uma taxa de retorno envolvida. Portanto o CF já incitou uma transformação institucional nos EUA. Fez-se necessária uma **regulação que ao mesmo tempo contrabalanceasse a proteção dos investidores e formação de capital**, entretanto observadores perceberam a resolução final do JOBS Act como muito custoso aos empreendedores (ver Capítulo 2).

O Title III do JOBS Act mudou algumas coisas a respeito das ofertas públicas. A Regulação D, regulação anterior ao JOBS Act, se estenderá agora para ofertas que envolvam solicitação geral, porém ainda apenas para investidores creditados, definidos no Title II do JOBS Act. A SEC lançou sua proposta de regras aplicáveis ao JOBS Act em Outubro de 2013, que em tempo irá permitir inclusive investidores não-creditados a acessar a modalidade de *equity*. O montante que um investidor pode investir em uma campanha depende da renda ou do patrimônio líquido individual.

Fraudes, entretanto, podem acontecer nesse novo mercado. Razão quais as 13 maiores plataformas anunciaram a formação da *Crowdfund Intermediary Regulatory Association*, que visa promover a auto-regulação complementar ao Jobs Act.

Europa

Na Europa (ANBIMA, 2013), alguns países (Itália, Alemanha, Reino Unido e França) propuseram e adotaram regulações relacionadas ao tema – classificação das atividades de *Crowdfunding*, regras para plataformas, etc. – mas a principal questão diz respeito ao possível alinhamento dos requerimentos em nível continental. Nesse intuito, a Comissão Europeia busca definir quais requerimentos seriam necessários para a efetiva regulação dessa atividade e realizou uma consulta durante o 4º trimestre de 2013. Um quadro comparativo das ações desenvolvidas nesses países está no final desse capítulo.

A Comissão Europeia, em 27/03/14, publicou um relatório sobre CF que detalha as diferentes iniciativas que serão adotadas nos próximos meses (ANBIMA, 2014). Duas principais medidas se destacam: a criação de um Fórum Europeu de CF, que reunirá as partes interessadas no tema através um grupo de experts no assunto, e a realização de dois estudos, um mais genérico sobre o papel do CF no sistema financeiro da região e outro relacionado ao potencial do financiamento coletivo para dar suporte financeiro a atividades de pesquisa e desenvolvimento – incluindo aí uma discussão sobre incentivos fiscais. Além disso, a Comissão estabeleceu o compromisso de acompanhar de perto o desenvolvimento deste mercado na região, de modo a definir a melhor abordagem para um eventual tratamento regulatório harmonizado do tema.

A regra continental que se aplica às ofertas é a seguinte: ofertas públicas abaixo de 100.000 euros não necessitam de prospecto, enquanto as superiores à 5.000.000 necessitam. Os estados são livres para adotarem políticas próprias para ofertas entre esses valores. As plataformas estão sujeitas a uma diretiva supranacional.

Diferentemente dos EUA, na Europa o *crowdfunding* se desenvolveu possibilitando uma maior participação do público leigo e com menores custos e requerimentos na isenção. Nos anos recentes a Europa passou um período de um *crowdfunding* verdadeiro, com CFP's adotando diferentes modelos de negócios e tipos de contrato. As CFP's diferenciam ainda pela forma de *security* ofertada (ações ordinárias, *equity notes*), se o investimento é feito diretamente no projeto ou através de um pool de investimentos (veículo de propósito especial), o investimento mínimo exigido e estrutura de taxas (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2014). A *European Crowdfunding Network* foi fundada em 2012 com a meta de criar um modelo regulatório para a Europa, com o intuito de harmonizar práticas entre os países. O *crowdfunding* foi lançado nos países baixos nesse mesmo ano e começa a mostrar substancial atividade com mais de 15 plataformas operando. O governo italiano recentemente aprovou uma versão modificada do *crowdfunding*, que permite uma empresa com a designação formal de “startup” possa levantar fundos via CF. A modalidade de *equity crowdfunding* é mais ativa na Europa do que em outras regiões, por possuir quadros regulatórios pertinentes em muitos países, estando assim na linha de frente no desenvolvimento dessa modalidade. Apesar das tentativas em harmonizar as regras para o continente, a Europa continua uma miríade de regulações nacionais, que muitas vezes não dialogam entre si. Essa falta de uniformidade inibe o desenvolvimento de uma indústria

continental e dificulta negócios entre países, sinalizando a falta de consenso se o *equity* CF aumentaria o bem-estar ou não.

Por ser baseado na web, o CF tem o potencial em fornecer capital-semente e para empresas em estágios iniciais por todo o continente. Entretanto, para maximizar esse benefício, políticas harmonizadas principalmente para a modalidade de *equity* devem ser adotadas em comum por todos os estados-membros. Essa noção iria maximizar os benefícios do *equity crowdfunding* e ajudaria a minimizar os riscos (WILSON, Karen E. & TESTONI, Marco)

Reino Unido

Em 06/03/14, a FCA atualizou o regime regulatório do *Crowdfunding* no Reino Unido (ANBIMA, 2014), mantendo o foco da regulação nas CFP's. Notadamente, o perímetro regulatório da autoridade britânica é delimitado às formas financeiras de *Crowdfunding*, tendo sido estendido àquelas operações que caracterizem a realização de empréstimos, (*lending-based*) e o investimento em empresas (*equity-based*) com o novo regime, que entrou em vigor em 01/04/14.

Sobre as plataformas incidirão regulações de conduta, em particular, sobre o regime de divulgação de informações e as campanhas de promoção, requerimentos mínimos de capital, regras de proteção aos recursos dos investidores e de resolução de disputas. Além disso, no caso específico dos financiamentos através de empréstimos, são previstos requerimentos para que as plataformas tomem medidas para assegurar a continuidade da administração dos empréstimos em casos em que saiam do negócio. Adicionalmente, no caso do *investment-based crowdfunding* (que equivale ao investimento em valores mobiliários), as regras britânicas restringem a oferta de financiamentos coletivos através de plataformas a determinados tipos de investidores, de modo a salvaguardar os investidores em geral dos riscos de investimento em valores não listados (usualmente, oriundos da dificuldade de precificação e iliquidez desses ativos).

Neste sentido, somente os seguintes clientes poderão participar dos financiamentos coletivos que assumam a forma descrita: (i) clientes profissionais; (ii) clientes de varejo que contam com aconselhamento financeiro; (iii) clientes de varejo classificados como corporate finance contacts ou venture capital contacts; (iv) clientes de varejo certificados como

sofisticados ou de elevado patrimônio; e (v) clientes de varejo que confirmem explicitamente que não irão investir mais de 10% de seu patrimônio nesses produtos.

Neste contexto, vale ressaltar a potencial eficácia da opção britânica, focada na regulação das plataformas, já que oferece uma possibilidade de abordar diferentes riscos associados ao Crowdfunding de uma só vez na regulação, bem como centrar a supervisão em um único agente deste mercado.

A autoridade regulatória do Reino Unido (FCA – Financial Conduct Authority) propôs um novo conjunto de regras aplicáveis para o *lending-based crowdfunding* e também para o *equity-based crowdfunding*. Para o modelo de empréstimos a FCA adotou uma regulação mais branda focada em alguns *disclosures* suficientes para o investidor, partindo do princípio que a publicidade seria o melhor instrumento para evitar fraudes e más práticas nessa modalidade. Entretanto, para a modalidade de *equity* outros instrumentos são exigidos às CFP's como veículos para mitigar os riscos associados à essa modalidade de investimento, visto que muitos investidores não estariam capazes de avaliarem os riscos por si mesmos ou procurarem por aconselhamento especializado.

Entre algumas regras propostas de regras complementares aos manuais da FCA e que consideram o *lending-based crowdfunding* estão (YEOH, 2014):

- As plataformas devem possuir provisões que seja o maior entre 20.000 libras (esse valor será aumentado para 50.000 libras em 2017) ou uma referência determinada a partir do nível de empréstimos concedidos, como uma medida prudencial;
- Facilitar a comunicação com os clientes, para que haja maior transparência no relacionamentos entre as partes dos negócios e também para que informes sobre os riscos potenciais atinjam todos os investidores em potencial;
- As plataformas devem possuir planos para dar continuidade nos empréstimos concedidos mesmo depois de encerrarem suas operações;
- Providenciar de forma clara e de fácil entendimento a comparação em como se determina a taxa de juros do empréstimo e outras formas de empréstimos ou investimentos tradicionais;
- Investidores tem o direito de cancelar os empréstimos, sem penalidade ou motivo, em até 40 dias.

A FCA ao contrário do SEC que depende amplamente da abordagem prescritiva, parece preferir a abordagem baseada em princípios em que este é deixado para o julgamento individual a observância das regras de alto nível referentes à comunicação com os participantes. Os participantes da indústria do CF no Reino Unido, em geral, reagiram positivamente às regras propostas para o *lending-based crowdfunding*, opinando que houve a medida certa na proteção para investidores e tomadores de empréstimo, incluindo normas de operação sensatas para as plataformas. A abordagem da FCA em diferenciar a regulação ente os modelos de empréstimos e de *equity* demonstra considerar o primeiro como menos arriscado que o segundo.

De modo geral, a indústria de CF doméstica sentiu que as regras propostas aparentam alcançar um razoável balanço entre a proteção ao investidor e o acesso ao financiamento, ao mesmo tempo que assegurando elevados padrões aplicados de forma consistente em todo o mercado

Para a modalidade do *equity-based crowdfunding*, mais que criar regras inteiramente novas, a FCA optou em ajustar as regras pré-existentes em seus manuais. Entre elas temos (YEOH, 2014):

- Providenciar a adequada apreciação dos riscos envolvidos aos investidores de varejo (investidores inexperientes, não profissionais);
- As CFP's devem avaliar a adequação de participação de investidores não-creditados antes de permitir que eles invistam em algum projeto;
- Investidores (creditados ou não) não podem investir mais do que 10% de seu potencial total de investimento em *securities* não registradas, categoria qual o uma *equity crowdfunding* se enquadra;
- As plataformas devem solicitar permissão para a FCA caso queiram atuar como consultoras de investimento.

Os *disclosures* obrigatórios e demais requerimentos, tanto para a modalidade de empréstimos como para a de *equity*, são comparativamente menos onerosos e portanto financeiramente menos custoso que as regras impostas pela SEC para esquemas similares. Isso provavelmente irá tornar as CFP's no Reino Unido mais atraentes que aquelas nos EUA.

Alemanha

Em 2012 o país criou a modalidade de investimento denominada *partiarisches Darlehen* (empréstimos acionários) em resposta para aliviar os constrangimentos legais às *securities*. Trata-se de um tipo de dívida vinculada a ações de empresas, que não garante direitos de votos ou questões de governança corporativa e não são sujeitos à regulação de prospecto. Esse novo tipo de título não está sujeito a nenhum limite no máximo que pode ser financiado sem um prospecto formal, entretanto mecanismos semelhantes em outros países europeus acabam caindo na definição de *security* com prospecto formal, logo a alternativa alemã se mostra mais atraente. Estudo recente sobre o *crowdfunding* na Alemanha (HORNUF & SCHWIENBACHER, 2014) mostrou que

- i. Campanhas lançadas por startups novas têm maiores probabilidades de sucesso do que a campanhas de empresas mais maduras;
- ii. Campanhas com valores mínimos de participação menores têm maiores probabilidades de sucesso e permitem um maior número de investidores;
- iii. O uso do instrumento *partiarisches Darlehen* permite maiores montantes e também aumenta a probabilidade de sucesso;
- iv. Campanhas lançadas em sites mais experientes têm maiores probabilidades de conseguirem montantes maiores.

O país tem se mostrado como referência na modalidade *equity-based*. Na Alemanha estão presentes nada menos que 16 portais que oferecem essa modalidade, enquanto no resto da Europa foram listadas a mesma quantia de portais relevantes. O uso do *partiarisches Darlehen* possibilitou as campanhas levantarem maiores montantes e ao mesmo tempo a participação de um maior número de investidores.

Outras regiões

América Latina²⁹: Colômbia reconheceu o CF como uma área-chave de estudo para permitir a formação de capital para novas empresas. O Brasil é líder na região e possui 17 plataformas operando. O Chile tem uma plataforma que teve sua primeira campanha de sucesso ao financiar uma grande cervejaria local.

²⁹ BANCO MUNDIAL, 2013.

Ásia³⁰: plataformas do tipo recompensas estão em desenvolvimento na Singapura e há o interesse de outras economias como a República da Coreia, Brunei e Malásia. Na China consta apenas uma plataforma.

África Sub-Saariana³¹: essa região está começando com as atividades no modelo de doações e o nascimento de algumas plataformas de *equity*. Algumas ainda estão em desenvolvimento, mas outras já operam. Países como o Quênia, Gana e África do Sul já possuem suas plataformas.

Oriente Médio e Norte da África³²: tanto os modelos de doação como de *equity* estão começando suas atividades em países como os Emirados Árabes Unidos, Jordânia e Líbano. Uma CPF combinada com uma aceleradora tecnológica foi lançada no Egito e seu primeiro consórcio de empresas iniciou em meados de 2013.

3.4 Quadros comparativos

O quadro 3.1 sintetiza para algumas economias quais modalidades estão permitidas em lei. Percebe-se que raramente as modalidades que não oferecem retornos financeiros não são permitidas. Enquanto isso, as modalidades que oferecem retornos financeiros vão, pouco a pouco, conquistando seus aparatos legais, sendo a Europa a região mais amigável para a modalidade de *equity*.

³⁰ *Id.*

³¹ *Id.*

³² *Id.*

Quadro 3.1: modelos de Crowdfunding permitidos por jurisdição legal, por país.

Região	País	Sem retornos financeiros		Com retornos financeiros		
		Doações	Recompensas	Empréstimos	Equity	Royalty
América do Norte	Canadá	✓	✓	✓		✓
	EUA	✓	✓	✓	✓	
	México	✓	✓	✓		
Europa	Alemanha	✓	✓	✓	✓	✓
	Áustria	✓	✓		✓	
	Espanha	✓	✓	✓	✓	
	França	✓	✓	✓	✓	✓
	Itália	✓	✓		✓	
	Países Baixos	✓	✓	✓	✓	✓
	Reino Unido	✓	✓	✓	✓	✓
Ásia e Oceania	Austrália	✓	✓	✓	✓	✓
	Nova Zelândia	✓	✓	✓	✓	
	China	✓	✓			
	Hong Kong	✓	✓	✓	✓	✓
	Israel	✓	✓			
	Rússia	✓	✓	✓	✓	✓
	Turquia		✓			
Am. Latina	Brasil	✓	✓		✓	

Fonte: Massolution e CFA Institute. Adaptado.

Os regimes regulatórios são explicados de forma mais completa no quadro 3.1, para alguns países da Europa e para os Estados Unidos.

Quadro 3.2: comparação entre regimes regulatórios

	Alemanha	EUA	França	Itália	Reino Unido
Regime autorizativo	<p>Se a plataforma permitir ofertar valores mobiliários ou produtos de investimento o operador da plataforma que presta serviços financeiros deve ser autorizado pela Bafin;</p> <p>Única exceção para o caso do contrato de corretagem abranger apenas produtos recém-emitidos.</p>	<p>Plataforma (funding portal) não necessita de registro na SEC como broker;</p> <p>Existem descontos regulatórios face ao arcabouço legal de oferta de valores mobiliários;</p> <p>Funding portals são autorizados pela SEC.</p>	<p>Consultores de investimentos coletivos (<i>conseillers en investissement participatifs</i>) são autorizados pela AMF e enquadrados no arcabouço regulatório como prestadores de serviços de investimento;</p> <p>Existem descontos regulatórios face ao arcabouço legal de oferta de valores mobiliários.</p>	<p>Se a plataforma permitir realizar atividades reguladas tais como ofertar valores mobiliários (<i>equity crowdfunding</i>) está sujeita a autorização da CONSOB;</p> <p>As plataformas devem restringir a oferta de valores mobiliários a ações de <i>startups</i> de companhias italianas inovadoras;</p> <p>Descontos regulatórios face ao arcabouço legal de oferta de valores mobiliários.</p>	<p>Se a plataforma permitir a realização de atividades reguladas, tais como, ofertas de valores e cotas de fundos de investimento, deve ser autorizada pela FCA;</p> <p>Descontos regulatórios face ao arcabouço legal de oferta de valores mobiliários ou de fundos de investimento.</p>
Âmbito de aplicação da regulação	<p>Dependendo de sua estrutura, doações e recompensas não são classificadas como produtos de investimento;</p> <p>Transação de títulos alvo de crowdfunding exige licença de serviços financeiros;</p> <p>Modelo de empréstimo aos pares apenas é permitido com empréstimos subordinados, podendo o financiador se beneficiar de parte dos lucros e retornos positivos do projeto, mas não sendo responsabilizado por prejuízos.</p>	<p>Funding portals são direcionados para pequenas ofertas e têm que fornecer aos investidores material educativo, informação sobre o emissor e a oferta, facilitar a oferta e venda dos títulos adquiridos na plataforma, estabelecer canais de comunicação e discussão sobre as ofertas e reduzir o risco de fraude;</p> <p>Proibição de realizar recomendações e consultorias financeiras, à promoção de títulos disponibilizados na plataforma e deter recursos dos investidores.</p>	<p>Criada a figura de consultores de investimentos coletivos, como entidades que exercem uma atividade habitual de consultoria de investimentos em ofertas de valores mobiliários, realizada exclusivamente através de um site;</p> <p>Proibição de deter recursos dos investidores.</p>	<p>Plataformas que operam o modelo de crowdfunding tipo empréstimo aos pares estão sujeitas às leis do Banco Central.</p> <p>Dependendo de sua estrutura, doações e recompensas não são classificadas como produtos de investimento.</p>	<p>Autorização de plataformas que permitam levantar capital através da venda de valores mobiliários não listados ou cotas de fundos de investimento não regulados (<i>investment based crowdfunding platforms</i>);</p> <p>Autorização de plataformas tipo empréstimos aos pares (<i>loan-based crowdfunding platforms</i>) a partir de abril de 2014;</p> <p>Doações e recompensas não estão sujeitas à regulação da FCA.</p>

<p>Principais medidas</p>	<p>Companhias que procuram financiamento têm que se transformar numa sociedade por ações;</p> <p>Limitado a ofertas de €100 mil (12 meses).</p>	<p>Companhias apenas estão autorizadas a levantar US\$ 1 milhão através de <i>crowdfunding</i> num período de 12 meses;</p> <p>Investidores durante 12 meses apenas podem investir: (i) maior valor entre US\$ 2 mil ou 5% da sua renda ou patrimônio líquido anual para valores de renda e patrimônio inferiores a US\$ 100 mil; (ii) 10% da renda anual ou do patrimônio líquido para valores de renda e patrimônio superiores a US\$ 100 mil; neste caso, o investimento é limitado a US\$ 100 mil durante 12 meses;</p> <p>Algumas companhias não são elegíveis para utilizar as exceções do <i>crowdfunding</i> (e.g. entidades estrangeiras, entidades que já informam à SEC, empresas que são alvo de procedimentos de desqualificação, com reportes irregulares ou que não possuam planos de negócios claros);</p> <p>Ações adquiridas via <i>crowdfunding</i> não poderão ser vendidas durante 1 ano;</p> <p>Obrigações de divulgação de informação da companhia junto à SEC (e.g. transações com partes relacionadas,</p>	<p>Consultores de investimento coletivos devem: (i) estar sediados na França; (ii) obedecer a critérios de idoneidade e competência profissional; (iii) cumprir regras de conduta e organização; (iv) aderir a uma associação profissional devendo a atividade e código de conduta desta ser aprovado pela AMF; (v) possuir uma política de gestão de conflitos de interesse; (vi) adotar um mecanismo de tratamento de reclamações;</p> <p>Ofertas realizadas por meio de uma plataforma não precisam de prospecto de emissão;</p> <p>Companhias apenas estão autorizadas a levantar até € 300 mil via plataforma num período de 12 meses;</p> <p>Obrigações de divulgação de informação do consultor de investimento coletivo ao investidor (e.g. risco de perda de capital, o risco de liquidez do investimento, risco de não valorização do investimento, remuneração recebida da companhia, como acompanha o projeto);</p> <p>Obrigações de divulgação de informação sobre o gestor do portal fixadas em regulamento</p>	<p>Plataformas de crowdfunding não poderão funcionar como gestores de fundos de investimento alternativo exceto se já se encontrarem autorizadas para essa atividade ou para outras atividades de intermediação;</p> <p>Condições para uma empresa ser considerada de start-ups de companhias italianas inovadoras limita muito o tipo de entidades que podem utilizar equity crowdfunding;</p> <p>O investimento de investidores institucionais é limitado a 5% em uma emissão de <i>equity crowdfunding</i>;</p> <p>Obrigações de divulgação de informação sobre o gestor do portal fixadas em regulamento;</p> <p>Obrigações de divulgação de informação da companhia ao investidor (e.g. risco de perda de capital, o risco de liquidez do investimento, o risco de não ter acesso ao dividendo antes da companhia ser uma <i>start-up</i> inovadora, plano de negócios detalhado);</p> <p>Investidores de varejo antes de realizarem investimento tem que provar que tiveram acesso à informação sobre educação do</p>	<p>Análise caso a caso do tipo de empresas que pode utilizar investment-based crowdfunding;</p> <p>Algumas ofertas estão apenas disponíveis para clientes profissionais e de renda elevada que compreendam as especificidades do investimento;</p> <p>Descrição apropriada dos riscos de investimento e certificação que clientes de varejo recebem aconselhamento de entidades autorizadas;</p> <p>Não permitir investimentos superiores a 10% do seu montante disponível para investimento;</p> <p>Se não existir aconselhamento por entidade autorizada e certificada, um teste de adequação terá que ser realizado pela entidade promotora;</p> <p>Limitado a ofertas de €5 milhões (12 meses);</p> <p>No <i>investment-based crowdfunding</i> se a partilha de lucro não for canalizada através de uma companhia e/ou acionista, pode ser caracterizada como fundo de investimento</p>
----------------------------------	---	---	---	---	---

		<p>participação dos órgãos sociais a partir de 20%, descrição da utilização de recursos da oferta, descrição da situação financeira e informações financeiras atualizadas, detalhes da oferta como preço, montante da oferta e objetivos de captação desta);</p> <p>Empresas que se beneficiem da exceção para ofertar e vender valores mobiliários têm que remeter relatório anual de atividades à SEC e aos investidores.</p>	<p>(e.g. detalhes das taxas cobradas pelos serviços prestados);</p> <p>Informações aos investidores devem ser disponibilizadas de forma visível na plataforma e em linguagem não técnica;</p> <p>Sem consentimento prévio do investidor não poderá ser utilizada informação cadastral deste;</p> <p>Associação de consultores de investimento coletivo tem que prestar um relatório anual da sua atividade à AFM.</p>	<p>investidor no sítio da CONSOB, preencher um questionário em que afirmam compreender os riscos do investimento e ter capacidade de arcar com a perda do investimento;</p> <p>São fixados limites anuais de investimento em <i>crowdfunding</i> excetuada a atividade de serviço de investimento;</p> <p>Limitado a ofertas de €5milhões (12 meses);</p> <p>Condições da oferta deverão ser descritas.</p>	<p>sendo nesse caso proibida a promoção a investidores de varejo.</p>
Equiparar a gestor de Fundo de Investimento	<p><i>Start-ups</i> e plataformas não são equiparados a gestores de fundos de investimento alternativos.</p>	<p>Alguns fundos de investimento autogeridos (<i>Investment Company</i>) são equiparados.</p>	<p><i>Start-ups</i> e plataformas não são equiparados a gestores de fundos de investimento alternativo.</p>	<p>Se já autorizados pela CONSOB para uma atividade de serviço de investimento, podem ser equiparados.</p>	<p>Plataformas são equiparadas a gestores de fundos de investimento alternativo se os mecanismos de partilha de lucro forem diferenciados do regime societário.</p>

Fonte: ANBIMA, 2013.

3.5 A institucionalização do *Crowdfunding*

O desenvolvimento do CF estimulou o surgimento de várias instituições secundárias, porém de suma importância para garantir sua supervisão e perenidade. Empregos foram criados, não somente com a fundação de novas empreitadas, mas também em consultorias especializadas ao CF. Devido à negligência dos órgãos reguladores sobre o tema, quando esse ainda se mostrava irrelevante, outras tantas instituições autorreguladoras emergiram.

A **CfPA** é a ***Crowdfunding Professional Association***, instituição fundada em Abril de 2012 nos EUA e que atualmente conta com 600 membros. Teve papel ativo sobre o estabelecimento do CROWDFUND Act. Sua missão³³ é ser uma associação comercial forte e viável para a indústria do CF, que suporte o desenvolvimento de seus membros e encorajar a participação e conscientização sobre o CF no mundo. A CfPA organiza eventos, fomenta a educação em todos os elos do ecossistema do CF e promove as melhores práticas.

Papel semelhante desempenhou a **CCA – *Crowdfunding Capital Advisors***, também sediada nos EUA e também fundada em 2012. Essa organização atua como consultoria em CF para governos, ONG's e instituições privadas. Auxiliou o Banco Mundial e elaborar o seu relatório e também participou do *lobby* para a efetivação do CROWDFUND Act³⁴. Recorrentemente participa de conferências sobre o tema e lança publicações.

A **European Crowdfunding Network (ECN)** é uma rede de profissionais fundada em 2011, sediada na Bélgica. Inicialmente constituída como organização lucrativa, mas foi transformada em 2013 em organização internacional sem fins lucrativos. Visa promover adequada regulação, transparência e governança para a indústria do CF europeia³⁵.

O site **crowdsourcing.org** é o maior no nicho de *Crowdfunding* e *Crowdsourcing*, é gerenciado pela Massolution e foi fundado em 2010. O site oferece um vasto acervo de notícias, artigos, vídeos e outras mídias sobre esses temas. Seu objetivo³⁶ é servir como uma fonte de informação valiosa para analistas, estudantes, investidores e empreendedores que desejam participar desses mercados. Ponto alto de seu banco de dados é a lista de CFP's, que contem diversas plataformas do mundo todo, com informações muito detalhadas sobre cada uma.

³³ <http://www.cfpa.org/what-is-the-cfpa.html>

³⁴ <http://www.crowdfundcapitaladvisors.com/about-us/what-we-do.html>

³⁵ <http://www.eurocrowd.org/about-us/>

³⁶ <http://www.crowdsourcing.org/about>

Já existe uma mobilização no Brasil no sentido de se formarem associações para a promoção dessa indústria. O tema está sendo tratado pelo Departamento de Economia Criativo da Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo (FecomercioSP). Também é possível verificar comunidades brasileiras no Facebook³⁷ e no LinkedIn sobre o CF no Brasil. Em 2014, 3 plataformas voltadas às causas sociais se uniram e realizaram o Desafio Brasil de Crowdfunding³⁸, onde a campanha campeã receberia inicialmente R\$50.000,00, para posteriormente e com consultoria das plataformas e patrocinadores, seguirem com o ousado objetivo de realizar a maior campanha brasileira até então – alcançando R\$500.000,00.

O *Crowdfunding* já foi abarcado por importantes instituições mundiais. Exemplos são o Banco Mundial, com seu relatório amplamente utilizado nessa monografia e a **IOSCO**³⁹, que realizou em 2014 sua Reunião Anual no Brasil, onde o CF foi debatido (RAGAZZI, 2013). O **FED – Federal Reserve** – anunciou que irá estudar o tema futuramente, mesmo que não tenha papel regulatório direto⁴⁰.

Com o elucidado até aqui permitimos-nos arriscar que o CF perdurará por muito tempo. Órgãos governamentais, instituições privadas e empresas, tanto a nível nacional ou internacional, de uma forma ou outra vêm se relacionando com o CF.

3.6 Tendências

Abaixo listaremos algumas tendências identificadas para o CF, que diversifica a aplicação desse mecanismo, mostrando assim a sua versatilidade. Acreditamos que o CF mais do que uma ferramenta para levantar fundos, é uma nova maneira de se pensar, tanto sobre negócios como sobre a mobilização dos indivíduos.

Plataformas de nicho⁴¹: uma tendência persistente na indústria do CF é de plataformas que atendam nichos de mercado específicos, como *games*, música, artes performáticas, tecnologia, moda, entre outros exemplos. Espera-se que plataformas de nicho irão dominar especialmente a modalidade de recompensas e compra antecipada. Plataformas de nichos são mais hábeis em criar modelos de negócios e em prover funcionalidades que

³⁷ <https://www.facebook.com/groups/132600253585451/?fref=ts>

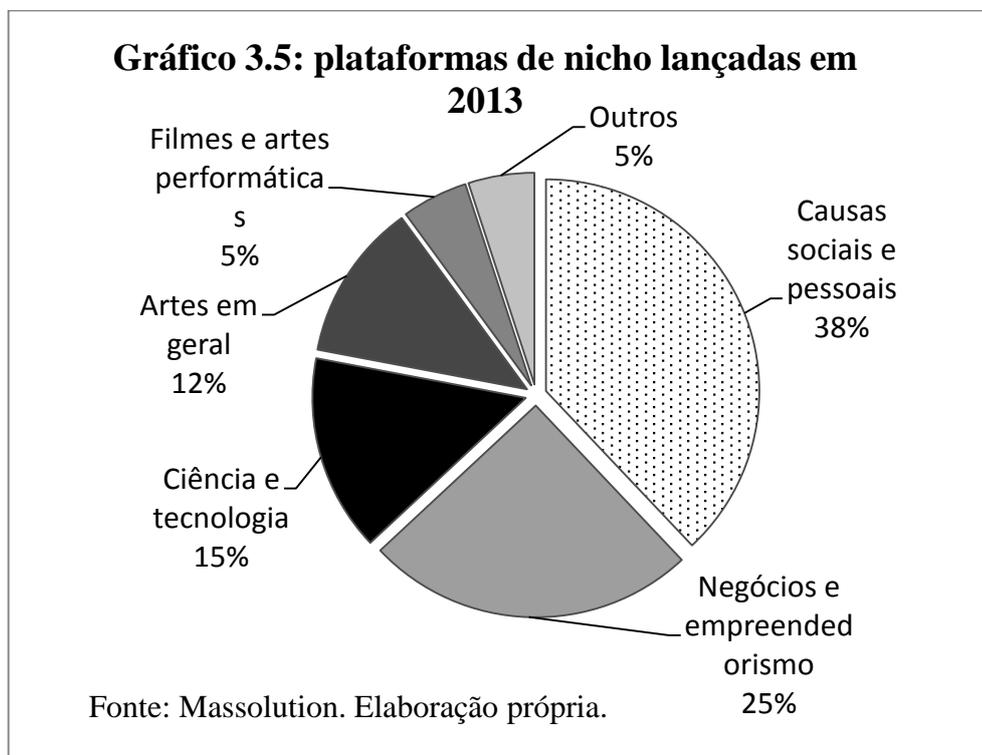
³⁸ <http://desafio.doemaisdoemelhor.org.br/>

³⁹ IOSCO é sigla para International Organization of Securities Commissions e reúne 115 jurisdições que cobrem 95% dos mercados de capitais. Os integrantes mantêm acordos de cooperação e consultam uns aos outros sobre questões domésticas.

⁴⁰ <http://internacional.estadao.com.br/noticias/geral,stein-fed-deve-estudar-a-inovacao-financeira,1144513>

⁴¹ MASSOLUTION, 2013.

favoreçam seu público-alvo do que as plataformas mais gerais. O Gráfico 3.5 mostra quais plataformas de nicho foram lançadas em 2013.



Plataformas híbridas⁴²: Aqui levamos em consideração a tipologia de retorno dado pela campanha, p.e. plataformas que mesclam o modelo de recompensa com o modelo de *equity*. Atualmente as maiorias das plataformas permitem apenas um modelo, ou seja, apenas um tipo de retorno. No futuro as CFP's irão mesclar os tipos de recompensas ou ainda fornecer novas modalidades de retornos para o apoiador ou investidor. Outras modalidades que nem sequer foram listadas nesse trabalho irão surgir de acordo com as necessidades dos donos das campanhas. Como exemplo, a modalidade de *royalty* foi incluída na tipologia apresentada aqui meses depois da redação original da referida seção.

O Crowdfunding nas empresas⁴³: não está relacionado necessariamente ao financiamento de empresas consolidadas, mas sim em utilizar o poder do *crowd* em pesquisa de mercado, para a tomada de decisões da empresa de forma mais democratizada, recrutamento e seleção. Também é previsto uma proximidade das empresas com empreendimentos surgidos através do CF ou que ainda estejam em fase de campanha.

⁴² MASSOLUTION, 2013.

⁴³ *Id.*

O *Crowdfunding* e o desenvolvimento econômico⁴⁴: bancos de desenvolvimento e instituições similares estão buscando aproveitar o CF para o desenvolvimento econômico. O perfil social do CF e sua forte conexão com as microfinanças são os principais propulsores. Também se espera sinergias com o mercado bancário e de capitais tradicionais, ou seja, o CF é visto não como concorrente das fontes de capitais tradicionais, mas sim complementar à elas.

O *Crowdfunding* cívico⁴⁵: são plataformas desenhadas para permitir que o cidadão comum direcione seu dinheiro em projetos cívicos locais. Campanhas financiadas são, entre outras, centros comunitários locais, redes wireless gratuitas em subúrbios e revitalização de prédios abandonados, que recebem uma nova utilização.

O *Crowdfunding* direto⁴⁶ : são campanhas que são hospedadas fora e independentemente de qualquer plataforma online existente. É uma tendência muito nova e que necessita de estudos futuros para avaliar se isso será uma evolução no mercado do CF, pois traduzirá uma total desintermediação nesse modo de financiamento. Nessa situação, um empreendedor poderia lançar sua campanha em um site próprio, sem a necessidade de um intermediário. **Uma plataforma de *Crowdfunding* não é sinônimo de *Crowdfunding*.** Uma plataforma é um mecanismo que providencia um meio para atingir uma finalidade. O real espírito do CF é baseado na comunicação e compartilhamento de ideias entre os donos das campanhas e os apoiadores e essa interação pode acontecer sem um intermediário. Ainda é cedo para analisarmos o grau de importância que a utilização de uma CFP consolidada trás para o sucesso de uma campanha, visto que apesar dos sites possuírem uma lista de usuários extensa são as campanhas que trazem esses usuários. Dados da Massolution (2013) mostram que apenas entre 10 e 20% dos usuários apoiaram mais do que um projeto, logo a maioria dos usuários se cadastraram em um site para apoiar uma campanha específica. Assim a evidência empírica é que para alguns casos campanhas podem ser bem-sucedidas sem aproveitar uma plataforma existente.

O *Crowdfunding* ao vivo⁴⁷: O *live crowdfunding* está relacionado ao tópico anterior, pois a necessidade de ter um intermediário (a CFP) é menor. Estão acontecendo eventos de lançamentos de campanhas, onde permite-se uma troca de experiência mais tátil, e serão mais

⁴⁴ *Id.*

⁴⁵ <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2013/09/civic-crowdfunding>

⁴⁶ MASSOLUTION, 2013.

⁴⁷ MASSOLUTION, 2013.

comuns para atingir investidores não familiarizados com os modelos baseados na web. Esses eventos servem também para dar um impulso para que a meta seja atingida.

Cooperação com os governos⁴⁸: Um bom exemplo de cooperação entre o governo e as CFP's ocorreu em 2012 no Reino Unido. Em Dezembro desse ano o governo e a plataforma Funding Circle anunciaram que 20 milhões de libras (algo como US\$32 milhões) seriam emprestados pelo governo para negócios individuais através da plataforma, num sistema facilitador de empréstimo. O governo iria completar os últimos 20% para cada solicitação de empréstimo que atingisse 80% da meta pelo sistema do site. Com essa política o governo foi capaz de atingir seu objetivo de fomentar o desenvolvimento de negócios, sem afetar o processo interno de seleção utilizado pela Funding Circle. No período entre Junho e Julho de 2013 o governo do Reino Unido anunciou um declínio nos empréstimos direcionados a negócios, enquanto para o mesmo período a Funding Circle mostrou um crescimento de 250% em empréstimos concedidos, comparados com o ano anterior.

O *Crowdfunding* e o *Big Data*⁴⁹: ao contrário dos outros mecanismos de financiamento, a indústria do CF é muito bem posicionada para tirar proveito do fenômeno do Big Data. Sendo online, os negócios realizados através desse mecanismo deixa um valioso montante de dados sobre investidores, empreendedores, negócios e sobre a interatividade entre as pessoas envolvidas nos fóruns de discussão. Inclusive favorece o rastreamento de fluxo de pagamentos quando esses são feitos online, possibilitando inclusive um rico banco de dados sobre fluxos de capitais. Com o passar do tempo e o aumento no volume de dados gerados, será possível às CFP's desenvolver melhores mecanismos para que empreendedores encontrem os investidores mais adequados para seu negócio, bem como maximizar a correlação entre o *wisdom of crowds* e seu mecanismo de produção.

⁴⁸ *Id.*

⁴⁹ WILSON, Karen E. & TESTONI, Marco pp 7

Quarto Capítulo – O Crowdfunding no Brasil

Para esse capítulo iniciaremos com um panorama para o Brasil sobre as fontes de financiamento bancário e análise da evolução do mercado de capitais, a fim de demonstrar o surgimento de uma maior variabilidade de instrumentos financeiros. Seguiremos aplicando a ferramenta de auto-avaliação sugerida pelo Banco Mundial para verificar o grau de preparação que a economia brasileira apresenta para a indústria do *Crowdfunding*. No terceiro tópico faremos a evolução regulatória doméstica, mostrando que a CVM tem se mostrada modernizante e aberta ao diálogo com os agentes do mercado de capitais, sugestionando que a autarquia está preparada para debater o tema, e quem sabe futuramente delimitar uma regulação específica favorável ao CF. Posteriormente faremos uma breve cronologia do CF no país, com o estudo de caso de algumas plataformas brasileiras. Por fim traçaremos o estado atual do CF no país, utilizando o Retrato do Financiamento Coletivo.

4.1 Um panorama sobre fontes de financiamento no Brasil

O crescimento e a maior representatividade da população em idade produtiva, o aumento da expectativa de vida e a ampliação das classes sociais de renda mais alta destacam-se como as principais tendências sociais que terão reflexos sobre a poupança disponível para investimentos financeiros (CVM, pp 54). Estes fatores sociais, em conjunto com a redução da taxa de juros real brasileira, a estabilidade macroeconômica e o aumento da demanda por crédito de longo prazo estão favorecendo o aparecimento de novos produtos em nosso mercado.

Nessa seção queremos desenhar um panorama sobre as fontes de financiamento tradicionais para o mercado brasileiro, seja o financiamento bancário ou o acesso direto ao mercado de capitais. Há dez anos, o mercado de capitais brasileiro era marcado pelas ações, debêntures, e pelos fundos tradicionais. Dada à nova realidade social e econômica no país, novos produtos surgiram entre eles o fundo de investimento imobiliário (FII), o fundo de investimento em direitos creditórios (FDIC) e o certificado de recebíveis imobiliários (CRI). Notamos que **houve receptividade dos agentes por uma maior variabilidade de produtos financeiros**, já que os volumes de mercado para cada um dos novos instrumentos apresenta-se crescente, ano a ano.

Os mercados tradicionais exigem elevadas taxas de juros e consideráveis custos fixos, como o custo de contrato. Outro motivo pelas altas taxas de juros oferecidas pelos bancos é que o **mercado financeiro é controlado por poucos bancos**, em cada país

(AVERY, 2012). Além disso, novos entrantes se confrontam com barreiras à entrada no mercado bancário (NOGUEIRA, 2006), que dificultam o estabelecimento de instituições financeiras que não consigam superar tais requisitos:

- Economias de escala;
- Diferenciação;
- Vantagens absolutas de custo;
- Fatores institucionais: regulação, patentes e contratos com o governo.

De acordo com os dados do SEBRAE empresas de pequeno porte⁵⁰ representam 99% das empresas brasileiras, produzem 67% das ocupações e 20% do produto gerado pelo total das empresas. Segundo o RAIS (Relação Anual de Informações Sociais) de 2004, 66% do total das pequenas empresas são constituídas apenas pelo proprietário e/ou sócios. A mortalidade dessas empresas chega a ser de 59,9% para empresas com até 4 anos.

Nogueira destaca o primeiro senso-comum sobre o mercado bancário brasileiro: **a inacessibilidade das micro e pequenas empresas ao crédito. O acesso ao crédito é garantido, o problema é o preço.** Diferentemente das economias centrais, no Brasil não se exauriram as fontes de créditos tradicionais durante a crise de 2008, muito pelo contrário, o país passou por uma fase de expansão de crédito, mesmo que em grande medida orientado para consumo.

A maioria das empresas de pequeno porte não tem patrimônio para oferecer como garantia, e nessa situação é a capacidade de pagar que é avaliada. A utilização de algoritmos robustos e procedimentos padrão que o banco executa nada mais são para formalizar a transação. O que mais importa nas análises das microempresas, durante as entrevistas, é a **percepção** que os bancos têm sobre o nível de conhecimento dos clientes sobre o seu negócio. A organização formal, porém, pode gerar maior capacidade de gestão e tornar a empresa uma melhor pagadora.

A capacidade de pagamento é então avaliada por um **componente objetivo e outro subjetivo**. O componente objetivo é dado pelos modelos estatísticos de análise de risco. O componente subjetivo é dado pelo “*feeling*” do entrevistador e pelo “capital cultural” do

⁵⁰ Classificação das empresas de pequeno porte para o SEBRAE: micro empresas tem faturamento anual até R\$480.000,00; pequenas até R\$2.400.000,00.

empresário. A taxa de juros concedida na operação é diferenciada para cada nível de classificação do risco ou rating. Esse rating minimiza o problema da seleção adversa, pois aos melhores clientes são oferecidas menores taxas. Pelo exposto, fica claro a importância do emprego da **tecnologia** no mercado bancário.

O Brasil é a sétima economia mundial, e apresenta o décimo segundo maior mercado de capitais (CVM, 2013). Devido ao seu tamanho geográfico, econômico e populacional, somado à inserção concreta no cenário global, temos perspectivas de crescimento para esse mercado, visto que apresentamos uma economia estável, com taxas de juros menores que a média histórica. Com isso, de acordo com os cenários desenhados pela CVM o mercado de capitais doméstico irá mais do que dobrar de tamanho nos próximos dez anos.

No Brasil, apesar das turbulências dos mercados internacionais e doméstico dos últimos 10 anos, o mercado de capitais nacional passou por um crescimento vigoroso. Considerando os segmentos apresentados na Tabela 4.1, o tamanho do mercado, em moeda constante de 2012, subiu de R\$ 2 trilhões em 2003 para R\$ 5,2 trilhões em 2012, duplicando de tamanho em relação ao PIB (de 63% do PIB em 2003 para 119% em 2012). Com relação às perspectivas futuras, estima-se que os mercados representados alcancem 166% do PIB em 2023.

O que queremos argumentar aqui é que a recente expansão do mercado de capitais brasileiro possa significar uma boa receptividade para as modalidades do CF, em especial ao *crowdfunding*. Os instrumentos financeiros que mais se aproximam do CF seriam as ações e debêntures. Em relação ao mercado acionário, é conhecida a ligação estreita entre o seu crescimento e o desempenho da economia, dado que os resultados das companhias são, em última instância, a base do seu valor. Utilizando como premissa as projeções do PIB para os próximos 10 anos, estima-se que a capitalização do mercado deva alcançar R\$ 5,1 trilhões no cenário mais otimista e R\$ 4,4 trilhões no conservador (em valores constantes de 2012), representando um crescimento anual real de 6,7% e 5,1%, respectivamente (Tabela 4.1). Vale a pena mencionar que entre 2003 e 2012, a capitalização do mercado mais do que dobrou em termos reais, atingindo R\$ 2,5 trilhões.

As debêntures se mostraram como um instrumento de crescente popularidade no decênio passado, bem como altas taxas de crescimento previstas para o próximo. Essa modalidade passou de apenas R\$68 bilhões em 2003 para R\$503 bilhões para 2012, com a perspectiva de crescer para R\$1.276 bilhões em 2023 em ambos os cenários.

Tabela 4.1: Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro

	R\$ bilhões de 2012				Taxa de crescimento % a.a.		
	2003	2012	2023 (conservador)	2023 (otimista)	2003/2012	2013/2023 (conservador)	2013/2023 (otimista)
Segmentos de mercado ex-derivativos	1.963	5.243	10.037	11.096	11,60%	6,10%	7,00%
Ações	1.093	2.524	4.370	5.142	9,70%	5,10%	6,70%
Debêntures	68	503	1.276	1.276	24,90%	8,80%	8,80%
PIB	3.134	4.403	6.047	6.629	3,60%	2,90%	3,80%
Mercado ex-derivativos (% PIB)	63%	119%	167%	166%	--	--	--

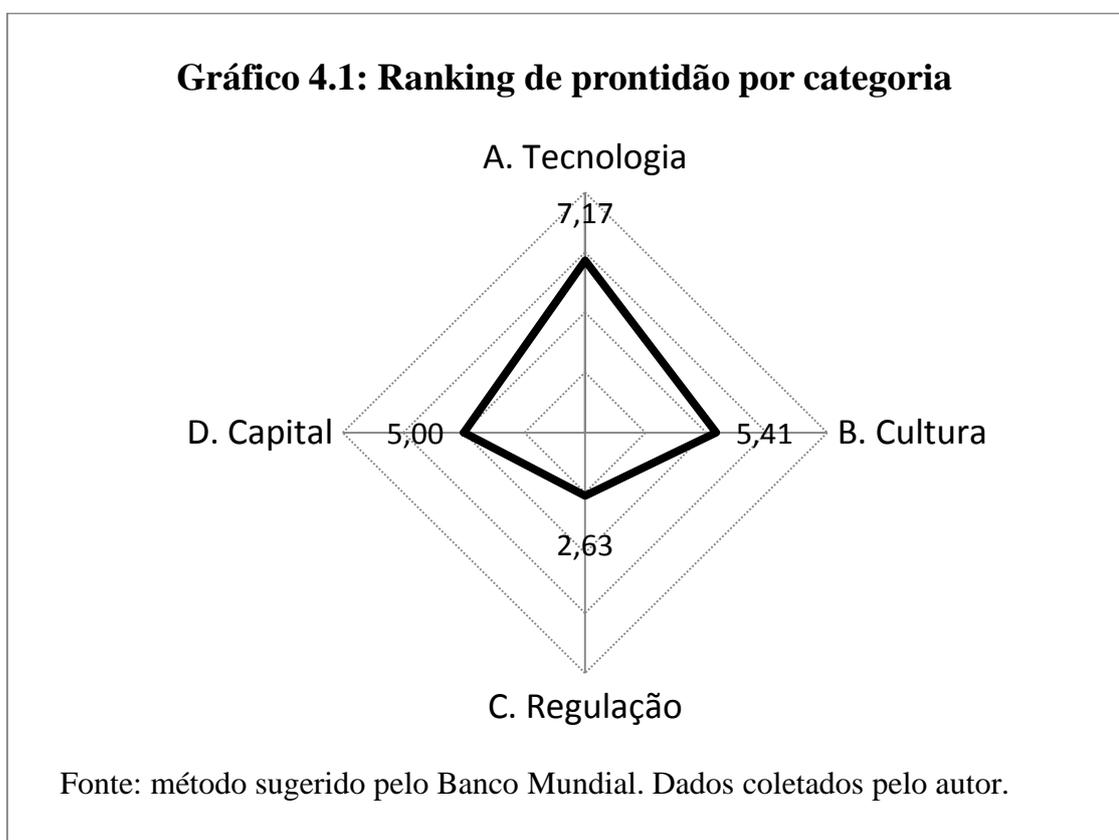
Fonte: CVM e IBGE. Projeções CVM/ASA/SMI. Adaptado.

A expansão do mercado de capitais é também função da existência de um mercado secundário para os títulos e valores mobiliários transparente, eficiente, e íntegro, no qual os investidores possam comprar e vender suas posições no momento que julgarem adequado. Sem um mercado secundário forte, é difícil imaginar que o mercado de capitais floresça. Não só o crescimento do volume negociado é importante, mas também a introdução de inovações tecnológicas (CVM, pp 57).

Por fim, outro determinante que fornece pistas sobre o tamanho potencial do CF no Brasil é o volume de doações feitas no país. Um estudo feito pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) revelou que o montante doado ao ano, em média, é de R\$5,2 bilhões para Organizações da Sociedade Civil (OSC's). Embora a soma seja elevada, a participação relativa da sociedade é baixa, de cerca de 9%. Cerca de 40% do montante vêm das classes A e B, entretanto a classe C doa proporcionalmente mais, em termos das rendas. Essa pesquisa desconsidera as doações feitas por CF, visto que esse modelo é muito recente e não há acompanhamento sistematizado (PELLEGRINI & RODRIGUES, 2013).

4.2 A prontidão do *Crowdfunding* no Brasil

Esse capítulo oferece uma ferramenta para auto-avaliação que medirá o grau em que um país está preparado para desenvolver o CF⁵¹. A ferramenta utilizada foi desenvolvida pelo Banco Mundial e está disponível em seu relatório sobre o CF. O método consiste, basicamente, em atribuir notas para questões agrupadas entre 4 determinantes distintos (tecnologia, cultura, regulação e social) e posteriormente encontrar a média aritmética para cada grupo. Para cada ranking de grupo é atribuído uma interpretação (*meaning*) e uma recomendação (*recommendations*). O ranking de prontidão final é a média entre todas as notas dadas nas questões individuais, fornecendo um parecer mais geral para a avaliação. Aqui vamos simular para o Brasil⁵², e atribuiremos notas de modo arbitrário, sem muito embasamento. No resultado, poderemos identificar lacunas e oportunidades para o CF.



No Gráfico 4.1 temos os rankings para cada grupo de determinantes e esses serão analisados em detalhe a seguir. Um bom posicionamento para o CF, na escala fornecida pelo método, tanto para o ranking geral como para as categorias individuais, são valores iguais ou

⁵¹ A ferramenta de auto-avaliação é orientada para a modalidade de *crowdinvesting*, mas acreditamos que possa ser empregada para o *Crowdfunding* em sua totalidade.

⁵² Realizamos essa simulação com apenas dois formulários respondidos. O Banco Mundial sugere que se faça no mínimo 20 observações, distribuídas entre diversos participantes do mercado, para uma interpretação mais abrangente.

superiores a 6. O ranking de prontidão geral para o CF no Brasil ficou em **5,31** demonstrando um valor intermediário, mas com possibilidades. Segundo a interpretação do Banco Mundial esse valor representa boas possibilidades para o sucesso do *Crowdfunding*. A recomendação dada é que a modalidade de recompensa deve ser desenvolvida como um primeiro passo para possibilitar futuramente as modalidades que envolvam *securites* (*equity* e empréstimos).

Os resultados obtidos para cada agrupamento de determinantes foram:

A. Tecnologia⁵³: tecnologia e educação são componentes necessários para um ecossistema suportivo ao CF. Essa categoria obteve a **nota de 7,17**, a mais alta de todas, significando que a tecnologia esta prontamente disponível e é utilizada pela população brasileira. Como recomendação o método sugere o engajamento em eventos relacionados ao ecossistema expandido e o uso da tecnologia e mídias sociais para promover o CF como um mecanismo para promover o empreendedorismo, inovações e empregos. As questões sobre educação ficaram ligeiramente menores do que as questões sobre tecnologia, indicando assim uma população letrada no uso de smartphones e internet, porém com pouco estudo formal e poucas habilidades de negócios.

B. Cultura⁵⁴ : questiona se existe uma cultura empreendedora e se o empreendedorismo é considerado uma carreira de reputação. A categoria sobre cultura obteve a segunda maior nota, de **5,41**. A interpretação dada é que a capacidade empreendedora é moderadamente desenvolvida e necessita uma maior tolerância aos investimentos de risco. As recomendações são fomentar programas de mentoria e treinamentos contínuos, lançar iniciativas amplas que se aproveite de histórias recentes de sucesso para criar ativamente o ecossistema e criar vínculos externos para capacidade adicional. As piores notas dessa categoria foram para questões que indicam um alto nível de individualismo da população e um baixo nível geral de confiança, seja no governo, na iniciativa privada ou mesmo entre os próprios indivíduos. As melhores notas foram dadas para questões que tratam do ecossistema expandido, seja pela percepção da população sobre o empreendedorismo, seja pela habitualidade da população em realizar transações pela internet.

C. Regulação⁵⁵: se a regulação pode permitir ou deter tanto o empreendedorismo como o CF depende de seu escopo e estrutura. Obteve a pior nota dentre todas as 4 categorias, com o valor de **2,63**, logo há uma quantidade razoável de regulação, entretanto as questões

⁵³ BANCO MUNDIAL, pp 69.

⁵⁴ *Id*, pp 70.

⁵⁵ *Id*, pp 70.

dessa categoria também abordam os custos trabalhistas e de entrada e saída do mercado (sabidamente altos no Brasil). O governo deve analisar as leis sobre *securities* como caminho para permitir o surgimento de novos negócios e a formação de capital, mas também se atentar ao custo em se empreender no país.

D. Capital⁵⁶: A ausência de capital é usualmente um dos elementos mais notáveis acerca da tentativa de se construir um ecossistema empreendedor de sucesso. Essa categoria obteve a segunda menor nota, com o valor de **5,0**. Isso significa que o mercado de capitais está se desenvolvendo. A recomendação dada é que o governo deveria entender quais mudanças devem ser tomadas para encorajar a formação de capital no setor privado e posteriormente promover essas mudanças. Para um melhor entendimento dessa categoria deveríamos estudar melhor as formas de financiamento existentes no país, dando especial atenção aos custos envolvidos e à formação da taxa de juros incidentes (fizemos isso brevemente na primeira seção desse capítulo).

4.3 Histórico da regulação brasileira no mercado de capitais

No **Brasil**, algumas iniciativas de *Crowdfunding* já foram realizadas, entretanto o atual regime regulatório brasileiro não trata especificamente do tema. Podemos inferir do Planejamento Estratégico da CVM que essa autarquia se mostra em convergência com os assuntos relacionados ao CF. Na parte denominada “Contexto”, a autarquia admite que a crise financeira de 2008 fez com que algumas transformações ficassem mais evidentes e relevantes, adicionando complexidade ao processo de regulamentação. Entre esses fatores podemos citar (CVM, pp 6):

- O ciclo das mudanças tecnológicas é cada vez mais curto, impactando de forma dinâmica o modelo de funcionamento do mercado de capitais;
- O processo de lidar e usar informações se alterou drasticamente com o fortalecimento das redes sociais;
- A inovação de produtos financeiros é ampla e traz novas oportunidades de alocação de poupança; e
- A globalização fez com que operações frequentemente envolvam mais do que uma jurisdição e fez crescer a atuação de investidores globais.

⁵⁶ BANCO MUNDIAL, pp 71.

Sabendo-se dessas tendências, as principais causas de riscos associados, de acordo com dados publicados pela FCA (CVM, pp 73), seriam:

- O desenho dos produtos desalinhado com as necessidades dos consumidores;
- Os canais de distribuição não promovem a transparência para os consumidores de produtos e serviços financeiros;
- Confiança exacerbada e supervisão inadequada de tecnologias de pagamentos e de produtos;
- Tendências para o surgimento de estratégias de financiamento inovadoras, complexas e arriscadas sem a supervisão adequada.

Todos os itens listados notadamente se relacionam ao CF, portanto é de se esperar que a CVM esteja preparada para abordar o tema. Em pesquisa direcionada diretamente aos *stakeholders* do mercado de capitais (isto é, às principais partes interessadas), a postura da CVM é percebida como aberta ao diálogo e disposta a ouvir esses agentes e aprimorar normas. A necessidade latente em investimentos em TI, entretanto, foi apontada unanimamente entre os entrevistados (CVM, pp 45), sendo que esses apontaram que é cada vez maior a importância de que as normas acompanhem a evolução tecnológica do mercado.

Novamente parece haver uma convergência entre as autarquias que tratam do mercado de capitais, visto que o Relatório Estratégico da CVM toca em todos os aspectos necessários ao desenvolvimento do CF apontados no Relatório do Banco Mundial (relembrando: aspectos econômicos, sociais, tecnológicos e culturais). No que se refere à educação de investidores, detectou-se uma percepção positiva da atuação da CVM junto aos participantes, mas ao mesmo tempo o anseio de que se faça mais nessa área, uma das entidades entrevistadas apontou o quadro atual de educação financeira da população como “desalentador”. Considerando a tendência de crescimento do número de investidores e o esperado aumento na participação do mercado de capitais no financiamento do desenvolvimento, o tema deveria se tornar uma das principais ações estratégicas da Autarquia, no dizer de outra instituição (CVM, pp 48). A questão cultural, em vários aspectos, também foi considerada. É necessário que se amplie a cultura empreendedora de investimentos na população brasileira, para que essa possa se inserir adequadamente como novos agentes do mercado de capitais doméstico.

Dadas as iniciativas de *Crowdfunding* existentes no Brasil, era de se esperar os imbróglis jurídicos decorrentes de disputas entre os agentes envolvidos. Como se segue, o **Parecer CVM/PFE N° 002/12 de 8 de Fevereiro de 2012** trata da resposta da CVM a um questionamento realizado por um investidor-consultante através do Sistema de Atendimento da Gerência de Orientação ao Investidor sobre o alcance do conceito de Valor Mobiliário para os fins de jurisdição da CVM. O interessado questiona se as ofertas feitas na CFP brasileira “**Queremos**” são contratos de investimento coletivo, um tipo particular de valor mobiliário. Com efeito, o Parecer 002/12 é jurisprudência esclarecedora ao acadêmico e magistrado brasileiro, sendo que é recomendado pela própria CVM como fonte de estudos para o tema⁵⁷. A autarquia enquadrou, explicitamente, os instrumentos de CF como *contrato telemático*⁵⁸, determinando assim a jurisprudência para esse tipo de interação.

Como resultado, o parecer declinou que as ofertas feitas no referido site são valores mobiliários, após relembrar a evolução histórica da conceituação de valores mobiliários no Brasil e averiguar a discussão recente sobre o *Crowdfunding* nos EUA. Sabiamente a CVM admitiu a existência de várias modalidades diferentes, logo os contratos telemáticos firmados por esse instrumento devem instaurar-se a análise casuística (CVM & PFE), e nesse caso em questão tratava-se da modalidade de recompensas. Cabe à CVM analisar os casos, pois não há como afirmar que todo e qualquer contrato telemático de CF não será valor mobiliário para os efeitos de jurisdição da CVM.

A regulação brasileira, apesar de não tratar especificamente sobre o CF, possui dispositivos que permitem a sua operação. Surpreendentemente a modalidade de *equity* já era permitida em lei, mesmo que não originalmente concebida para o CF pela internet, muito antes do JOBS Act ser lançado. As formas de dívida e participação podem ser enquadradas na definição de valores mobiliários (Lei n° 6.385/76) e, portanto, estão sujeitas às obrigações relativas às ofertas públicas (Instrução CVM n° 400/03), ainda que realizadas através da Internet (Parecer de Orientação CVM n° 32/05), e os empreendedores/empresas sujeitos às normas incidentes sobre os emissores (Instrução CVM n° 480/03).

Algumas obrigações que constam nos dispositivos mencionados são simplificadas para estimular a participação de empresas de pequeno porte e microempresas, através do Art.

⁵⁷ A Assessoria de Comunicação Social da CVM – ASC – mostrou-se por duas vezes em prontidão ao esclarecer dúvidas e indicar fontes de estudos para essa monografia.

⁵⁸ Contrato telemático é o negócio jurídico bilateral que tem o computador e uma rede de comunicação como suportes básicos para sua celebração. (DE LUCCA, Newton. **Aspectos Jurídicos da Contratação Informática e Telemática**. Editora Saraiva. 2003. Pg 33. In CVM & PFE, pp 8).

3º da Lei Complementar nº 123/06. A dispensa de registro da oferta de valores mobiliários emitidos por ME e EPP foi consagrada em 2003, com a própria edição da Instrução CVM nº 400, e alterada em 2010 pela Instrução CVM nº 482, quando então adquiriu sua configuração atual. A respectiva dispensa de registro de emissor foi admitida com a edição da Instrução CVM nº 480, em 2009, e mantém as mesmas características desde então.

Contudo, o relaxamento da regra não desobriga o envio de uma série de informações à CVM e a elaboração de material publicitário referente à oferta, que deve ser analisado previamente pela Autarquia. Além disso, dependendo do papel exercido pela plataforma na campanha de captação, a mesma pode ser enquadrada como intermediário e, assim, estar sujeita a todas as obrigações relacionadas.

Estima-se que, em 2012, cerca de R\$ 10 milhões foram coletados através das formas não financeiras de financiamento coletivo. A seguir veremos como cada lei brasileira enquadraria os procedimentos para as modalidades de CF que envolvem valores mobiliários:

Lei nº 6.385/76: faz a definição de valores mobiliários e regulamenta a oferta pública desses instrumentos, auxiliada pelas normas específicas que a CVM edita com fundamento nessa lei. A legislação brasileira, de modo semelhante à norte-americana, não conceitua o que sejam valores mobiliários (Art. 2º da Lei 6.385/76). Em vez de elaborar um conceito para definir valores mobiliários, o legislador brasileiro listou os títulos ou papéis que deveriam ser entendidos como tal (CVM & PFE, pp 2). Ocorre que essa forma de caracterização dos valores mobiliários tem se revelado insuficiente no que se refere à tutela dos investidores no mercado em geral, desprovidos de proteção legal, caso o objeto de suas aplicações não possa ser considerado valor mobiliário pela CVM. Visto isso, foram resoluções e textos normativos diversos que ampliam a lei original e serão vistos a seguir.

Segundo o inciso IX do Art. 2º da Lei nº 6.385/76 são valores mobiliários⁵⁹

quando ofertados publicamente, [...] 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.

Uma das exigências dessa lei é o registro, junto à CVM, (i) da oferta pública de distribuição de valores mobiliários (art. 19) e (ii) do emissor dos valores mobiliários

⁵⁹ Texto alterado devido art. 1º da MP 1.742/99.

admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão (art. 21), a fim de assegurar, dentre outros aspectos, a prestação de informações adequadas aos investidores.

É importante ressaltar que os dispositivos da Lei nº 6.385, de 1976, se aplicam indiscriminadamente a qualquer emissor de valores mobiliários, independentemente da forma sob a qual ele esteja constituído, por força do seu art. 1º, inciso I, e também do seu art. 2º, § 2º, logo no Brasil é permitida a oferta pública através da internet.

Sobre o uso da internet é necessário ressaltar que (i) o uso da Internet para a procura de investidores em um valor mobiliário pode caracterizar uma oferta como pública (art. 19, § 3º, da Lei nº 6.385, de 1976) e que (ii) as ofertas públicas precisam ser intermediadas por uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (arts. 15 e 19, § 4º, da Lei nº 6.385, de 1976).

Contudo, a própria Lei nº 6.385, de 1976, autoriza a CVM a dispensar o registro da oferta (art. 19, § 5º, inciso I) e do emissor (art. 21, § 6º, inciso I), bem como a contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para colocação dos respectivos valores mobiliários (art. 2º, inciso III). Isso significa que o emissor pode realizar a captação aberta sem a necessidade de um intermediário, mesmo que faça isso através da internet.

MP nº 1.637 de 08 de Janeiro de 1998, posteriormente convertida na **MP 1.742/99**: inclui o CIC – Contrato de Investimento Coletivo – no rol de valores imobiliários da lei original. A grande contribuição dessas MP's foi a melhor delimitação para o conjunto de valores mobiliários, citado acima. Verifica-se, pois, que a definição do contrato de investimento coletivo se confunde com a própria definição de valor mobiliário, motivo pelo qual o conceito de valor mobiliário no ordenamento jurídico brasileiro, após a edição da Medida Provisória 1.637, tornou-se basicamente quase o mesmo que o conceito de *security* no ordenamento estadunidense (CVM & PFE, pp 7).

Lei nº 10.303/2001, originada da MP 1.637: introduziu reformas na Lei 6.385, colocando itens da MP 1.637, como o CIC e transformando derivativos e outros instrumentos em valores mobiliários. Deixa a lista mais ampla e melhora a redação que defina valores mobiliários. Para a interpretação da CVM, recepcionar a conceituação do próprio inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385 para todos os demais valores mobiliários eventualmente existentes, contribuiria, efetivamente, para evitar que haja confusão na tipificação como valor mobiliário

de um título ou contrato qualquer que não possua as características a eles inerentes (CVM & PFE, pp 6).

Instrução CVM nº 400/03: discorre sobre as obrigações relativas às ofertas públicas e sobre os intermediários. Com base nessas previsões legais, o art. 5º, inciso III, da Instrução CVM nº 400, de 2003, dispensou de registro a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de microempresas (“ME”) e empresas de pequeno porte (“EPP”), assim definidas em lei, desde que observado o disposto nos §§ 4º a 8º desse mesmo artigo. Tais parágrafos estabelecem, por exemplo, um limite anual de oferta de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) e a necessidade de comunicar previamente à CVM a intenção de se valer dessa dispensa. A oferta realizada com base nessa dispensa está igualmente liberada da contratação de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Outra questão resolvida por essa instrução é a não-exigência que o emissor seja uma sociedade anônima, possibilidade que está em linha com a definição legal de PME’s, que exclui do conceito, entre outros casos, empresas constituídas sob essa forma societária (PICCHI, 2013).

É importante ressaltar que, originalmente, tais dispensas não foram contempladas pela CVM levando em consideração a oferta de valores mobiliários por sistemas eletrônicos ou pela Internet. No entanto, não há nada que impeça que tais emissores recorram a esses meios, desde que observadas as condições específicas de oferta ali descritas – como a necessidade de que os respectivos materiais publicitários (i) contenham informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro e (ii) sejam escritos em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os leitores para os riscos do investimento (art. 5º, § 7º, da Instrução CVM nº 400, de 2003).

Da mesma forma, não há nenhum impedimento a que um emissor contemplado por essas dispensas contrate uma instituição intermediária para atuar na distribuição pública dos valores mobiliários – embora, como já se referiu, isso não seja necessário. Mesmo assim, é necessário advertir que as plataformas que pretendam atuar como intermediárias em tais ofertas dispensadas de registro, conectando investidores a emissores, podem, a depender do seu modelo de negócios, estar atuando como verdadeiras distribuidoras de valores mobiliários – atividade que só pode ser exercida por quem obtiver o correspondente registro junto à CVM (arts. 15, inciso I, e 16, inciso I, da Lei nº 6.385, de 1976).

Parecer de Orientação CVM nº 32/05: sobre ofertas na internet

Instrução CVM 476: emissões com esforços restritos. Novas modalidades de emissões.

Instrução CVM nº 480/09: estabelece normas aos emissores. O art. 7º, incisos IV e V, da Instrução CVM nº 480, de 2009, dispensa de registro o emissor de valores mobiliários que sejam PME's. Dessa forma, emissores de valores mobiliários que sejam PME's podem ofertar diretamente valores mobiliários de sua emissão, observadas as condições previstas nos dispositivos citados acima, sem necessidade de registrar a oferta ou a si próprios na CVM. A previsão alcança tanto valores mobiliários de dívida (debt) quanto valores mobiliários de participação (equity).

Instrução CVM nº 482/10: é o reforço da instrução nº 480/09, e mantém o tratamento diferenciado às PME's, mantendo a dispensa de registro de emissão e a submissão de um regime informacional mínimo, medida suficiente para garantir a supervisão e transparência em ofertas desses emissores. Dentre as obrigações dispensadas estão o formulário de referência e o de informações trimestrais (PICCHI, 2013).

Art. 3º da Lei Complementar nº 123/06: representa uma simplificação do acesso ao mercado de capitais para pequenas e micro empresas cuja receita bruta anual não supere, respectivamente, R\$ 3,6 milhões e R\$ 360 mil, e que sejam registradas no CNPJ. Nesses casos, a captação é limitada a R\$ 2,4 milhões a cada período de 12 meses e o registro da oferta é dispensado, bem como não é requerida a participação de um intermediário.

Projetos de Lei: um dos pontos mal resolvidos até então é que o estatuto de micro e pequena empresa proíbe que pessoas jurídicas possam ser sócias de empresas sob esse regime. Em projeto de lei apresentado em 2013 e com texto-base aprovado em 2014 essa restrição deixa de existir, possibilitando que tanto pessoas físicas como pessoas jurídicas, como fundos de investimentos privados, possam compor o quadro societário, visto que uma S.A. tem mais potencial para ter vários sócios e ter alterações no seu contrato social do que uma empresa limitada (FOLHA, 2014). Outra modificação está na Lei do Simples, que é um regime diferenciado de cobrança de impostos, para que PME's constituídas como sociedades anônimas não percam esse regime tributário. A emenda foi patrocinada por empresários que pretendem atrair recursos por meio do *equity crowdfunding*. O presidente do Instituto de Economia Criativa, Adolfo Melito, argumenta que uma instrução de 2003 da CVM já permite que as micros e pequenas empresas tenham acesso ao mercado de capitais, mas, como perdem a possibilidade de optar pela tributação do Simples, ninguém tem interesse. Segundo ele,

existem pelo menos uma dúzia de empresas com interesse em lançar CFP's. só que isso só vai para a frente se a mudança na legislação for aprovada (CUNTO, 2014). Enquanto essa Lei não é a provada, a solução encontrada é o contrato de opção (TAUHATA, Investimento coletivo...). As empresas, inicialmente na forma de sociedades limitadas, emitem um título de dívida com um prazo de maturação preestabelecido, e no vencimento a empresa é obrigada e se transformar numa S.A. Nesse momento o investidor decide que converte seus títulos em participações (ações da empresa).

A CVM não dispõe de informações sobre os custos incorridos por emissores que tenham recorrido a essas dispensas, mas a comunicação prévia requerida pelo art. 5º, § 5º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, é bastante simples e de fácil preenchimento pelos emissores.

É com base em todas essas previsões legais e regulamentares que atualmente vêm surgindo tentativas de viabilizar o *Crowdfunding* atrelado aos regimes relacionados às PME's. Interessante notar que as regras de captação para as PME's brasileiras é bem simples, possibilitando a modalidade de *equity crowdfunding* desde 2010, antes mesmo desse conceito ser formulado. Segundo PICCHI, “Num país em que se alega que o mercado de capitais é pouco desenvolvido, é notável a adoção de soluções práticas e adequadas, a compor um marco regulatório exemplar a outras nações mais desenvolvidas”. **Vale ressaltar que a atual regulamentação brasileira foca principalmente no emissor e na oferta, não discriminando os requisitos para os intermediários (as CFP's) e nem para os investidores.** Diferentemente do observado nos EUA e Reino Unido, não há limites de investimento individual, que é um mecanismo de proteção à perda total de investimento, porém as próprias plataformas brasileiras acabam adotando suas próprias medidas.

4.4 Plataformas Brasileiras

FELITTI & CORRÊA deram uma grande contribuição ao listar o histórico de todas as CFP's brasileiras, excetuando-se as modalidades de *equity*, fornecendo as datas de criação e fechamento desses sites, suas motivações, os nichos de mercado e os modelos de negócio aplicados por cada um. Na tabela 4.1 estão listadas as plataformas ativas até a data de publicação do referido trabalho, e na tabela 4.2 as plataformas desativadas até então. Notamos que no ano de 2011 houve um *boom* com a criação de muitas plataformas. O mercado brasileiro é marcado por plataformas de nicho, geralmente para projetos artísticos, shows, e

para projetos sociais. Da tabela, apenas três sites são de cunho geral (o Catarse não está listado, mas também é aberto para projetos em geral).

Sobre as plataformas de *equity crowdfunding*, vale a pena citar o caso de duas iniciativas lançadas em 2014, e que não estão listadas na Tabela 4.2. O **Broota** foi a primeira a realizar uma oferta pública de *equity crowdfunding*, lançando títulos para o financiamento de sua própria operação. Na captação, investidores desembolsaram em média R\$7.000,00 por títulos de dívida da companhia conversíveis futuramente em ações, num prazo que deve variar entre 3 e 5 anos. Essa opção é uma proteção ao investidor, que deixa de correr riscos de passíveis legais que a empreitada possa sofrer nesse processo. A Broota visa atrair os investidores qualificados, que comprovem no mínimo R\$300mil em ativos financeiros (MAIA, 2014). Para fazer uma oferta, é necessário que um investidor experiente, chamado de investidor-âncora, tenha avaliado o negócio e investido parte de seu dinheiro previamente (TAUHATA, A força da multidão).

A **EuSocio** iniciou operações em abril de 2014, com expectativas e lançar as primeiras ofertas em julho. Nessa CFP não se limita os investidores pela renda ou patrimônio líquido, para que mais pessoas possam participar, mas antes de iniciar o investimento o interessado deve responder algumas questões para comprovar o funcionamento do site e os riscos envolvidos (MAIA, 2014). O formato de cada oferta varia para cada empresa, mas o contrato de opção deve ser a escolha mais popular – títulos de dívida conversíveis em participação societária no futuro. Essa CFP verifica as informações passadas pelos empreendedores e oferece aconselhamento e caso os termos da oferta ou mesmo as informações passadas pelas empresas interessadas em levantar capital não sejam claros ou em não conformidade com as práticas do site, não há o aval para lançar a oferta no site (FERREIRA, 2014).

Tabela 4.2: Plataformas ativas, ordenadas por data de fundação

Nome	Lançamento	Inspiração	Nicho	Investimento inicial	Projetos financiados	Quanto repassou	Taxa de sucesso	Modelo de negócios
Vakinha	Janeiro/2009	Ideia em um casamento 3 anos antes para arrecadar dinheiro para lua de mel	Geral	100 mil	mais de 30 mil	R\$ 3 milhões	abaixo de 30%	taxas de transação variam de 2,9% (boletos e transferência online) a 6,4% (cartões de crédito) mais R\$0,40 por operação
Queremos	Agosto/2010	Fazer shows de artistas estrangeiros no Rio de Janeiro	Shows no RJ e, agora, resto do país	Zero	46 shows	não divulga	não divulga	Fica com o dinheiro que sobrou após pagar os custos do show e repassar dinheiro para um número determinado de fãs (os primeiros) que compraram o ingresso. Se show não é financiado, paga multa para banda
Impulso	Novembro/2010	Kiva	Financiamento de micro-empresendimentos	N/D	12	63,2 mil reais	N/D	Fica com 12% do valor arrecadado pelo projeto financiado
Senso Incomum	Janeiro/2011	N/D	Projetos criativos	15 mil reais	3	3,7 mil reais	N/D	Fica com 10% dos projetos que arrecadam 100% do objetivo e 15% dos que arrecadam entre 80 e 99%.
Benfeitoria	Abril/2011	Trabalhar com toda a cadeia criativa, começando pela viabilização financeira	Projetos culturais e com cunho social	Zero (confeção do site em parceria)	87	N/D	0,7	Não cobra comissão. Ganha dinheiro com doações, venda de artigos online e pretende cobrar no futuro para quem queira melhorar seu projeto de crowdfunding.
Começaki	Abril/2011	N/D	Geral	N/D	14	472 mil reais	0,66	Fica com 10% do valor arrecadado pelo projeto financiado
Embolacha	Mai/2011	Kickstarter	Shows e discos	120 mil reais	46	700 mil	0,75	Fica com 15% do valor arrecadado pelo projeto financiado
Instituto Liderar	Julho/2011	N/D	Projetos esportivos beneficiados pela lei de incentivo ao esporte (6% do IRPF ou 1% do	30 mil reais	1	4 milhões de reais	0,03	Fica com 10% do valor arrecadado pelo projeto financiado e aceita patrocínios - o Cinemark deu R\$ 80 mil para organizar um concurso de roteiros.

			IRPJ)					
Sibite	Setembro/2011	N/D	Projetos culturais	125 mil reais	14	750 mil reais	0,45	Fica com 10% do valor arrecadado pelo projeto financiado e venda cotas de patrocínio
Traga Seu Show	outubro de 2011	Artist Share, Kickstarter e Catarse	Inicialmente música, mas se abriu para outros projetos culturais	10 mil	14	350 mil	N/D	Fica com o lucro proveniente do show
Cultivo.cc	dezembro de 2011	N/D	Projetos beneficiados por três leis federais de incentivo: Rouanet, Audiovisual e Esporte	N/D	1	N/D	0,052	Fica com até 10% do valor arrecadado por cada proponente - o valor é negociado a cada projeto
Mobilize	Abril/ 2012	Levar crowdfunding para o Facebook	Geral	100 mil reais	N/D	não divulga	Repassa mesmo quando não arrecada 100%	Fica com 7% do valor arrecadado pelo projeto financiado
Bicharia	Maio/2012	Mobilização por animais no FB	Adoção de animais	200 reais	13	38 mil	0,15	Fica com 10% do valor arrecadado pelo projeto financiado
Juntos.com.vc	Maio/2012	Ajudar ONGs a explorarem crowdfunding	Projetos sociais	70 mil reais	9	51,6 mil reais	0,64	Não cobra comissão. Depende de doações dos usuários.
Quero Incentivar	Maio de 2012	Demanda do mercado	Repassa a projetos culturais, esportivos e sociais deduções do imposto de renda	15 mil	Não informa	Não tem números exatos – é um canal	?	Não cobra comissão. Pretende se pagar com a criação de editais para empresas dentro do site.
SoulSocial	Maio/2012	Catarse e EuPatrocino	Projetos criativos	25 mil reais	zero	zero	zero	Fica com 14% do valor arrecadado pelo projeto financiado
Variavel 5	Setembro/2012	Sites nacionais - Catarse, Moverme, Queremos,	Eventos culturais em Belo Horizonte	20 mil reais	1	1,60 mil reais	0,5	Se o evento tiver lucro com venda de ingressos, site fica com o lucro

		Ativaai e Tragaseushow						
Incentivo Coletivo	Novembro/2012	Destinar impostos para incentivar projetos sociais e culturais	Sociais e culturais apoiados pela Lei de Incentivo	400 mil reais	zero	zero	zero	Uma fração não revelada dos impostos investidos pelos contribuidores em projetos culturais fica com o site.
Garupa	Setembro/2013	Eposak	Projetos de turismo sustentável e de base comunitária	200 mil reais	4	81 mil reais	0,66	Não cobra comissão dos projetos. Vende cotas de patrocínios para empresas que queiram atrelar suas marcas ao site
Kickante	Outubro/2013	N/D	Geral	Não abre	3	41,5 mil reais	0,09	Fica com 12% do valor arrecadado pelo projeto financiado

Fonte: FELITTI & CORRÊA. Adaptado.

Tabela 4.3: Plataformas fora do ar, ordenadas por data de fundação

Nome	Fundação	Últimas atividades	Nicho
Motiva.me	fevereiro de 2011	parou de atualizar social media em abril de 2011	Geral
Incentivador	março de 2011	parou de atualizar social media em agosto de 2011	Geral
MobSocial	março de 2011	parou de atualizar social media em maio de 2012	focada em shows, trouxe a banda Misfits ao Brasil
Movere.me	março de 2011	foi assimilada pela argentina Idea.me em agosto de 2012	focada em projetos culturais
Nexmo	Maio de 2011	parou de atualizar social media em agosto de 2012	Eventos culturais no Nordeste
Minimecenas	setembro de 2011	dezembro de 2012	permitia que usuários "adotassem" músicas para financiar
AtivaAi	Setembro de 2011	último show financiado com sucesso foi em julho de 2013	focada em projetos culturais e shows
Torcemos.net	dezembro de 2011	parou de atualizar social media em junho de 2012	primeira plataforma de crowdfunding para esportes do Brasil
MOP Br	Fevereiro de 2012	parou de atualizar social media em abril de 2012	Trazer jogadores de futebol ao Brasil

Fonte: FELITTI & CORRÊA. Adaptado.

4.5 Perfil do *Crowdfunding* no Brasil

Uma pesquisa realizada pela principal CFP brasileira, o Catarse, em parceria com a Chorus⁶⁰, obteve 3336 questionários respondidos entre agosto e setembro de 2013 por pessoas que de alguma forma participaram do *Crowdfunding* no Brasil e é a mais importante pesquisa feita em nível nacional. Foi solicitado à base de usuários do Catarse (dentre apoiadores e donos de campanha), assinantes de sua newsletter e seguidores em redes sociais que respondessem a um questionário online com abordagens quantitativas e qualitativas sobre o CF no Brasil. Os dados que serão apresentados são um recorte, e têm o intuito de permitir aos participantes desse ecossistema, sejam plataformas, realizadores ou apoiadores, compreender melhor o meio no qual estão inseridos. Nessa monografia reagrupamos as questões do referido questionário da seguinte maneira:

O Perfil dos Respondentes é visto no Quadro 4.1, onde a maioria dos respondentes são homens (quase 59%), com idade entre 25 e 40 anos (56% do total) e residem na região Sul e Sudeste (83%). São de escolaridade elevada, visto que 93% cursaram ou estão cursando o nível superior e 74% possuem renda mensal de até R\$6.000,00. Semelhantemente à análise global feita no capítulo 3, em terras brasileiras o CF também se mostra como um fenômeno das regiões mais desenvolvidas. Sobre a ocupação desses indivíduos (painel 6), cerca de 26% são funcionários da iniciativa privada, sendo as 5 áreas de atuação mais presentes correspondem à 44% do total dos entrevistados (painel 7), a saber: comunicação e jornalismo (9,90%); web e tecnologia (9,69%); administração e negócios (9,53%); artes (8,63%) e pedagogia e educação (6,30%). Essas áreas mantêm certa relação às categorias de projetos mais populares, vistas na Tabela 4.4. Dados adicionais dessa amostra discorrem sobre o viés empreendedor, onde 68% dos empreendedores entrevistados enxergam potencial do CF em seus negócios. Adicionalmente, 81% dos estudantes questionados estão interessados em empreender após se formarem (CATARSE & CHORUS, 2014).

A relação dos respondentes com a web e com o *Crowdfunding* é dada no Quadro 4.2, onde podemos verificar o comportamento dos envolvidos com o CF no Brasil. A imensa maioria (92%) se preocupa com sua privacidade online, realizam compras na internet (89%) e uma boa parcela (45%) produz ativamente conteúdo para a internet em blogs ou sites, mostrando um intenso envolvimento com a internet. Sendo o CF um fenômeno mais recente no Brasil que no mundo desenvolvido, apenas menos da metade dos respondentes (45%) conhecem o nosso tema de pesquisa há mais de dois anos, sendo que o restante conheceu mais

⁶⁰ CATARSE & CHORUS, Retrato do Financiamento Coletivo no Brasil.

recentemente. Apesar disso, a taxa de repetição do *crowdfunder* brasileiro é alta: **quase 73% dos entrevistados financiaram mais do que um projeto**, sendo que a moda nessa categoria compreende aqueles que investiram entre 2 e 5 projetos (quase 54%). O último painel do Quadro Y fornece um importante resultado sobre como o brasileiro é atraído para o *Crowdfunding*. Os dados mostram que o que mais atrai público para uma CFP são os **projetos individuais**, visto que quase 40% dos respondentes pesquisam sobre outros projetos numa mesma CFP a partir da divulgação de um projeto específico que o atingiu. Sendo assim, a base de usuários do CF é retroalimentada da seguinte forma: os projetos individuais atingem certo grupo de indivíduos; desses, alguns se interessam em lançar suas próprias campanhas que acabam disseminando o CF para mais indivíduos. Apenas 17,5% dos questionados buscam ativamente por projetos dentro dos sites, revelando assim a importâncias das campanhas de divulgação dos projetos como forma de apresentar e disseminar o CF.

Já o objeto de estudo do Quadro 4.3 é o **perfil do investidor**, ou seja, das pessoas que financiam os projetos listados nos sites. Nesse ponto determinaremos o que leva o indivíduo a decidir por apoiar um projeto, sendo que os fatores mais importantes (painel 1) são, nessa ordem: a identificação com a causa (88% dos respondentes apontaram esse fator); a confiança no potencial do realizador (71% de apontamentos); a qualidade de apresentação do projeto (70%) ; indicação de amigos (48%); conhecer pessoalmente o idealizador (42%); as recompensas (41%) e conhecer outros apoiadores (35%). Vale lembrar que essa escala é em grande medida feita a partir de sites que não fornecem retornos financeiros. As categorias de projetos que as pessoas tem mais interesse em apoiar (painel 2) confirma a tendência mundial, apresentada no Capítulo 1, com ordem invertida no Brasil para o segunda e terceira categoria. Os projetos com maior interesse no Brasil mantêm o tripé projetos artísticos e culturais (52%) / causas sociais e ambientais (41%) / viés empreendedor (24%). As categorias mais citadas, em ordem, são vistas na Tabela 4. O ativismo em redes sociais e a valorização da transparência também são fatores importantes. Cerca de 65% dos questionados fazem campanhas para os projetos que apoiam nas redes sociais e a mesma proporção (64%) respondeu que apoiam somente projetos que apresentem a destinação do uso da verba arrecadada de forma totalmente transparente.

Tabela 4.4: Áreas onde o respondente tem interesse em apoiar

Rank	Categoria	Rank	Categoria
1	Educação	14	Design
2	Cinema & Vídeo	15	Jogos
3	Música	16	Arquitetura & Urbanismo
4	Literatura	17	Jornalismo
5	Meio Ambiente	18	Esporte
6	Ciência e Tecnologia	19	Eventos
7	Mobilidade e Transporte	20	Dança
8	Comunidade	21	Humor
9	Quadrinhos	22	Gastronomia
10	Negócios Sociais	23	Circo
11	Fotografia	24	Religião e espiritualidade
12	Artes Plásticas	25	Moda
13	Teatro	26	Carnaval

Fonte: CATARSE & CHORUS. Elaboração própria.

Por último, utilizando o Quadro 4.4, vamos discorrer sobre dados das **campanhas**. De acordo com o primeiro painel, apenas 7,68% dos respondentes já propuseram projetos em sites brasileiros ou estrangeiros, entretanto 61,77% que nunca propuseram tem interesse em lançar projetos. O conhecimento sobre plataformas pelos respondentes não se restringe às nacionais, visto que existiram campanhas coordenadas por brasileiros tanto no site britânico Indiegogo, como no norte-americano Kickstarter (painel 2). A taxa de sucesso dessas campanhas (painel 3) foi de 60%, valor em linha com os dados do Capítulo 3, que nos mostrou uma taxa de sucesso para a América Latina de 55%. Cerca de 20% das campanhas ainda estão em processo de captação e outros 20% efetivamente fracassaram. Desses últimos, 84% tentariam lançar projetos novamente via *Crowdfunding* (painel 4). Sobre os montantes arrecadados por projeto, 51% desses conseguiram valores que variam entre R\$10.001,00 e R\$50.000,00 (painel 5). Em seguida, no painel 6, o fator apontado como mais importante para um projeto bem-sucedido foi ter uma boa campanha de divulgação (22,22% das respostas, seguindo por um forte apoio de amigos e familiares com 16,20% e depois pela relevância do projeto para um grande número de pessoas, com 15,28%). Não ter um bom projeto de divulgação é apontado na mesma proporção como o principal motivo para o fracasso do projeto (23,08%, mostrados no painel 8). Visto isso, a **campanha de divulgação** dos projetos torna-se elemento crucial para o sucesso do financiamento. O fator apontado como mais relevante para uma boa campanha de divulgação (painel 7) foi a disseminação em redes sociais (quase 27% das respostas), seguido pelo auxílio de divulgação por parentes e amigos

(quase 23%). Em suma, quanto mais divulgação, melhor para conseguir atingir a meta, o que soa coerente.

Acreditamos que o apanhado de informações contidas nesse capítulo é suficiente para traçar um panorama sobre o CF no Brasil. A “cara” do moderno CF no país, assim como no resto do mundo, é dada pelo modelo de recompensas, entretanto a regulação nacional vem permitindo o desenvolvimento de modelos com retornos financeiros (*equity*). Ademais, a sociedade brasileira aparenta utilizar o financiamento coletivo como uma ferramenta para ajudar áreas que são, historicamente, negligenciadas pelo poder público (PAIVA, 2014), indicando que os projetos criados com o motivo puro de *business* ainda não são percebidos como beneficiários desse novo modelo de financiamento. Entretanto, apenas 7% dos entrevistados na pesquisa do Catarse vetam a participação de empresas no CF, enquanto 82% se dizem contra a participação do governo no financiamento coletivo de qualquer maneira, mostrando uma característica bem nacional, que é percepção da relação entre o investimento público para iniciativas privadas como algo delicado.

Quadro 4.1: perfil dos respondentes

1. Gênero		
Homem	58,78%	
Mulher	41,22%	

2. Idade		
Até 17 anos	0,60%	
18 a 24 anos	19,08%	
25 a 30 anos	31,17%	56%
31 a 40 anos	25,14%	
41 a 60 anos	20,72%	
mais de 60 anos	3,28%	

3. Localidade		
	População	Respondentes
Norte	8%	1%
Nordeste	28%	9%
Centro Oeste	7%	7%
Sudeste	42%	63%
Sul	15%	20%

4. Escolaridade		
1º grau incompleto	0,12%	
1º grau completo	0,09%	
2º grau incompleto	1,21%	
2º grau completo	5,14%	
Superior incompleto	19,98%	
Superior completo	38,65%	93%
Pós graduado	34,81%	

5. Renda mensal		
Até R\$1.500	21,42%	
entre R\$1.501 e R\$3.000	23,97%	74%
entre R\$3.001 e R\$6.000	28,88%	
entre R\$6.001 e R\$10.000	14,36%	
entre R\$10.001 e R\$15.000	6,81%	
entre R\$15.001 e R\$30.000	3,89%	
mais de R\$30.000	0,68%	

6. Ocupação		
Funcionário de empresa privada	26,17%	
Servidor público	18,12%	
Freela / Autônomo	14,38%	
Empreendedor / dono de empresa	14,26%	
Estudante	13,39%	
Trabalho no 3º setor	3,80%	
Não estou trabalhando no momento	3,62%	
Outros	6,27%	

7. Área de atuação		
Comunicação e Jornalismo	9,90%	
Web e tecnologia	9,69%	
Administração e negócios	9,53%	44%
Artes	8,63%	
Pedagogia e educação	6,30%	
Marketing e publicidade	5,39%	
Engenharia	4,96%	
Produção Cultural	4,09%	
Saúde	3,45%	
Direito	3,21%	
Ciências exatas	2,24%	
Meio Ambiente	2,21%	
Academia	2,18%	
Arquitetura e urbanismo	1,94%	
Psicologia	1,45%	
Sociologia e antropologia	1,33%	
Ciências naturais	1,15%	
Games	1,03%	
Design de produtos	0,88%	
Turismo e gastronomia	0,79%	
Moda	0,51%	
Esportes	0,39%	
Outros	18,77%	

Quadro 4.2: relação dos entrevistados com a web e com o Crowdfunding

Segundo bloco: realação com a web e com o Crowdfunding		
1. Preocupação com privacidade online		
Concordo	92,36%	
Discordo	7,64%	
2. Hábito de compras na internet		
Nunca	1,76%	
Raramente	9,02%	
As vezes	30,48%	89%
Frequentemente	36,06%	
Sempre	22,68%	
3. Produção de conteúdo para sites ou blogs		
Nunca	33,92%	
Raramente	21,52%	
As vezes	21,94%	
Frequentemente	13,01%	45%
Sempre	9,61%	
4. Quando conheceu o Crowdfunding?		
No último mês	11,14%	
Este ano	14,74%	
Ano passado	28,92%	
Há mais de 2 anos	45,20%	
5. Quantos projetos você já apoiou?		
1	27,21%	
2 a 5	53,98%	
6 a 10	9,94%	
mais de 10	5,29%	
nunca	3,58%	
6. Forma de atração (mais de uma resposta possível)		
Entro a partir da divulgação de um projeto e aproveito para ver o que mais tem de interessante por lá.	39,97%	
Enquanto um projeto que eu tenho interesse está no ar, entro frequentemente para acompanhar como está indo.	23,84%	
Entro no Catarse apenas via projeto específico, e fico só nele.	18,91%	
Acompanho o Catarse via mídias sociais.	18,61%	
Costumo entrar no Catarse para pesquisar sobre projetos sem ter um específico em mente.	17,50%	
Recebo a newsletter e entro no site pra procurar uns projetos legais.	12,68%	

Quadro 4.3: perfil dos apoiadores

Terceiro bloco: perfil dos apoiadores			
1. Fatores importantes na hora de apoiar um projeto.		2. Projetos quais as pessoas tem mais interesse em apoiar	3. Faço campanha pelos projetos que apoio nas redes sociais
Identificação com a causa	88%	Fomento de projetos artísticos e culturais de forma independente	52%
Confiar no potencial do realizador	71%	Com viés social e/ou ambiental, que fortaleçam comunidades de forma responsável e solidária	41%
A qualidade de apresentação do projeto	70%	Com viés empreendedor, que viabilizem novas empresas, produtos e iniciativas	24%
Indicação de amigos	48%		
Conhecer pessoalmente o realizador	42%		
As recompensas	41%		
Conhecer outros apoiadores	35%		
			4. Somente apoio projetos que apresentem o uso da verba de forma totalmente transparente
			Concordo 64,02%
			Neutro 31,78%
			Discordo 4,20%

Quadro 4.4: dados sobre campanhas

Quarto bloco: dados sobre as campanhas			
1. Proposição de projetos Sim 7,68% Não, mas tenho interesse 61,77% Não, e nem pretendo 30,55%		4. Caso negativo, tentaria novamente? Sim 84,38% Não 15,63%	
2. Engajamento com as Plataformas de Crowdfunding			
	Kickstarter	Indiegogo	Catarse
Conhece, mas nunca apoiou ou propôs projetos	68,44%	77,05%	42,61%
Já apoiou projetos	30,79%	20,90%	54,38%
Já propôs projetos	0,77%	2,05%	3,01%
3. Taxa de sucesso dos projetos			
Sim	60,47%		
Ainda está em fase de captação	11,63%		
Ainda estou formatando o projeto junto à equipe da plataforma.	8,37%		
Não	16,74%		
Não, meu projeto foi rejeitado pela curadoria da plataforma.	2,79%		
5. Faixas de montantes captados			
até R\$2.000	7,94%		
R\$2.001 a R\$5.000	11,90%		
R\$5.001 a R\$10.000	18,25%		
R\$10.001 a R\$20.000	25,40%		51%
R\$20.001 a R\$50.000	25,40%		
Mais de R\$50.000	11,11%		
6. Fatores de um projeto bem sucedido			
Boa campanha de divulgação	22,22%		
Meus familiares e amigos apoiaram em peso	16,20%		
O projeto é relevante para um grande número de pessoas	15,28%		
Apoiadores fizeram investimentos elevados	12,04%		
Ofereci boas recompensas	11,57%		
Meu projeto saiu na mídia	11,11%		
Recebi auxílio da equipe da plataforma	9,03%		
Outros	2,55%		
7. Fatores relevantes para a campanha de divulgação			
Divulgação em redes sociais	26,54%		
Auxílio de rede de amigos/familiares/conhecidos na divulgação	22,79%		
Qualidade do material audiovisual	19,30%		
Planejamento da campanha	14,48%		
Tempo de campanha	9,92%		
Realização de eventos offline, como festa de arrecadação	5,90%		
Outros	1,07%		
8. Fatores para não atingimento da meta			
Campanha de divulgação insuficiente	23,08%		
Menos pessoas do que eu imaginava, de fato, contribuíram.	19,23%		
Valor pedido foi muito alto	8,97%		
Faltaram apoiadores para os maiores valores	8,97%		
O público alvo não conhecia financiamento coletivo.	8,97%		
As pessoas se sentiram inseguras de contribuir com o meu projeto.	7,69%		
As recompensas não eram interessantes	6,41%		
Tema muito específico	5,13%		
Meus apoiadores não conseguiram realizar o pagamento online.	5,13%		
Outros	6,41%		

Quinto capítulo – conclusões

Esse capítulo é o desfecho desse trabalho. Temos a ideia que o CF é uma inovação que se manterá, devido ao aparato institucional que se criou e também pela tendência de diversificação do mercado do CF, mostrando que a aplicação desse conceito é bastante abrangente e ainda não foi totalmente esgotada.

Responderemos a alguns questionamentos propostos quando essa monografia estava em seu estágio embrionário. Acreditamos ter respostas satisfatórias e que concluímos o proposto no início, porém o universo do CF se mostrou muito mais agigantado do que parecia anteriormente.

I. Propor uma conceituação geral e uma tipologia estilizada do tema principal:

R: Havia um receio de que pelo fato do tema ser relativamente novo, não houvesse uma conceituação formal do CF ou uma tipologia que o esclarecesse. Entretanto esses dois itens foram encontrados em um estado de debate bastante evoluído, logo não foi preciso propor nada novo, mas sim confrontar de modo crítico a produção acadêmica já existente. Encontramos diversas conceituações para o tema, e várias tipologias diferente, cada uma levando em consideração uma característica do CF.

II. Há realmente a desintermediação, ou apenas a troca da desintermediação bancária por uma feita pelas plataformas de *Crowdfunding*?

R: As CFP's passam a ser as novas intermediárias que substituem os bancos e as corretoras de investimento. A novidade, entretanto, é que realmente é o investidor que decide exatamente onde quer alocar seu dinheiro, e não em fundos ou *mix* de investimentos ofertados pelos mercados anteriores, que são em grande medida difusos nessa questão. A desintermediação total pode ocorrer nos casos do *Crowdfunding* direto ou no *Crowdfunding* ao vivo, explicados acima.

III. Qual é o caráter de novidade do *Crowdfunding*? Está na gestão do risco ou na ampliação do mercado de crédito, ou em ambos?

R: Há novidade nos dois quesitos. A gestão de risco passa a ser ajustada especificamente para essa indústria, com destaque para a comunicação aberta fornecida pela web. Notadamente há a ampliação do mercado de capitais e mercado de crédito,

pois o CF permite que empreendimentos antes não supridos consigam se financiar. E também permite que um maior número de indivíduos possa atuar como investidor.

IV. As plataformas de *Crowdfunding* transacionam valores mobiliários? Elas podem ser consideradas consultoras de investimento ou *brokers*?

R: Depende. Algumas CFP's que estejam transacionando *securities* podem solicitar a isenção de registro, quando houver, aos seus órgãos reguladores domésticos. Dependendo da sua forma de atuação as CFP's podem ser consideradas corretoras ou consultoras de investimento, mas não bolsa de valores. Os aparatos legais desenvolvidos por algumas economias criaram mecanismos inovadores para que os envolvidos em CF saiam do enquadramento preexistente nesses quesitos.

V. O mercado é protegido contra fraudes? Como se dá a regulação, se esse modelo de negócio é tão novo?

R: Não há proteção total contra fraudes para nenhum mercado existente. Os mecanismos antifraude são exercidos (i) pelos órgãos de supervisão domésticos; (ii) pelas instituições privadas, derivadas do desenvolvimento dessa nova indústria; (iii) pela atuação das próprias plataformas e (iv) pela supervisão individual. A regulação está se dando tanto em nível nacional como em cooperação internacional, como no caso da Comunidade Europeia, e pela criação de agências internacionais privadas que prezam pela autorregulação e melhores práticas desse sistema.

VI. O arcabouço teórico econômico é adequado para o estudo do tema? O tema é relevante para a academia?

R: Existe arcabouço teórico que resolveu satisfatoriamente a problemática do CF, entretanto muitas delas não fazem parte necessariamente da teoria econômica. Fica aqui como questionamento que as escolas de economia ainda não incluíram os temas relacionados à internet e a revolução que essa encaminhou na sociedade, na política e na economia. O tema é relevante para a academia em dois aspectos, o primeiro em fornecer um campo vasto de estudo a ser explorado e segundo por possibilitar a convergência entre diversas áreas diferentes do conhecimento. Acreditamos que o impacto real da Revolução do *Crowdfunding* será percebido somente nos anos que estão por vir.

A partir das informações contidas em todos os capítulos dessa monografia, lançaremos luz ao seu tema – *Os limites e possibilidades do Crowdfunding*. Verificamos que as possibilidades do CF são diversas. Qualquer pessoa que consiga convencer o público que ele tem uma boa ideia pode se tornar um empreendedor, e qualquer um com algum pouco dinheiro para gastar pode se tornar um investidor. Isso promove a democratização do mercado financeiro.

As limitações ao CF, entretanto, podem cercear essas possibilidades. Acreditamos que essas limitações são dadas em grande medida pela regulação doméstica. O grande desafio é permitir a diversificação do mercado, mas garantindo a uniformidade de boas práticas e mecanismos antifraude.

REFERÊNCIAS

AMORIM, Lucas. Quanto mais longe do líder, melhor. **Revista Exame**. Edição de Abril de 2010, p.p. 82 - 84.

ANBIMA. *Crowdfunding* entra na pauta dos reguladores. **Revista Radar**. Ano II, número 8, 4º trimestre de 2013. Disponível em http://portal.anbima.com.br/informacoes-Tecnicas/estudos/radar/Documents/201401_radar.pdf .

ANBIMA. *Crowdfunding* entra na pauta dos reguladores. **Revista Radar**. Ano II, número 8, Anexo, 4º trimestre de 2013. Disponível em http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/radar/Documents/201401_radar_anexo02.pdf

ANBIMA. *Crowdfunding*: nova regulação britânica e as iniciativas da Comissão Europeia. **Revista Radar**. Ano III, número 9, 1º trimestre de 2014. Disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/radar/Pages/Crowdfunding-nova-regulacao-britanica-e-as-iniciativas-da-Comissao-Europeia.aspx>.

ANDERSON, Chris. The Long Tail. **Revista WIRED**. Outubro de 2004. Versão digital disponível em: www.wired.com/wired/archive/12.10/tail.html.

AVERY, Helen. Why crowdfunding threatens traditional bank lending? **Revista Euromoney**, Maio de 2012, p.p. 71 – 75.

BANCO MUNDIAL. **Crowdfunding's Potential for the Developing World**. 2013. InfoDev, Finance and Private Sector Development Department. Whashington, DC.

BARNETT, Chance. \$2b Facebook Acquisition Raises Question: Is Equity Crowdfunding Better? **Revista Forbes**. Maio de 2014. Versão online disponível em: <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2014/05/01/2-billion-facebook-acquisition-raises-question-is-equity-crowdfunding-better/>.

BOWER Joseph L. & CHRISTENSEN, Clayton M. (1995). Disruptive Technologies: Catching the Wave. **Harvard Business Review**, January-February 1995.

BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the Federal Securities Laws . **Columbia Business Law Review**, Vol. 2012, No. 1, 2012.

CATARSE & CHORUS. **Retratos do Financiamento Coletivo no Brasil 2013/2014**. Disponível em: <http://pesquisa.catarse.me/#/01>. Acessado em 12/12/2014.

CFA INSTITUTE. **Issue Brief: investment-gearred crowdfunding – Sourcing Equity and Deb Funding from the Crowd: Developing a Regulatory Framework**. Março de 2014. Disponível em: <http://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/issue-brief-crowdfunding.pdf>.

CHRISTENSEN, Clayton M. The Innovator's Dilemma. **Harvard Business School Press**, 1997.

COASE, R. H. In: WILLIAMSON, O. e WINTER, S. **The nature of the firm**, Oxford University Press, 1937.

CUNTO, Raphael di. Micro e pequenas empresas poderão ir ao mercado de capitais sem perder o Simples. **Valor Econômico**. 28 de Maio de 2014. Disponível em: <http://www.valor.com.br/politica/3565258/micro-e-pequenas-poderao-ir-ao-mercado-de-capitais-sem-perder-o-simples>.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Planejamento estratégico – Construindo a CVM de 2023**. Rio de Janeiro. Publicado em 26 de Dezembro de 2013, 75 p. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento_estrategico_CVM_2013_2023.pdf.

CVM & PFE. **Parecer CVM/PFE N° 002/12 de 8 de Fevereiro de 2012** – “Possibilidade de caracterização do Contrato Telemático de Crowdfunding como valor mobiliário para os efeitos do artigo 2º do Inciso IX, da Lei 6.385/76”. Rio de Janeiro – RJ.

FELITTI, Guilherme & CORRÊA, Elizabeth Saad. O crowdfunding no Brasil: configuração de um canal midiático ou uma simples modalidade econômica? **Anais da 11ª Conferência Mundial de Economia e Gestão da Mídia**. Rio de Janeiro, Maio de 2014. Disponível em: http://www.academia.edu/7114739/O_crowdfunding_no_Brasil_configura%C3%A7%C3%A3o_de_um_canal_midi%C3%A1tico_ou_uma_simples_modalidade_econ%C3%B4mica.

FERRARI, Bruno. Uma startup para chamar de sua. **Revista Exame**, 14 Mar. 2014. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1061/noticias/uma-startup-para-chamar-de-sua>.

FIANI, R. Teoria dos Custos de Transação. **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. Rio de Janeiro, RJ: Campus.

FOLHA. **Risco de venda de empresas pela web é dilema para investidor. 19 de Janeiro de 2014**. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/01/1399377-risco-de-venda-de-empresas-pela-web-e-dilema-para-investidor.shtml>.

GOINS, T., & LITTLE, E. (2014). Crowdfunding. **The Investment Lawyer**. Jan. 2014. Disponível em: <http://go.galegroup.com/ps/i.do?id=GALE%7CA355777574&v=2.1&u=capes&it=r&p=AONE&sw=w&asid=b03c5eaa52acef2ac62200bdce5b427b>.

GRANOVETTER, M.S., The Strength of Weak Ties. **American Journal of Sociology**, 1973. 78(6): p.1360-1380.

HEMINWAY, Joan MacLeod, How Congress Killed Investment Crowdfunding: A Tale of Political Pressure, Hasty Decisions, and Inexpert Judgments That Begg for a Happy Ending (September 2014). **Kentucky Law Journal**, Vol. 102, 2013-2014; University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 247. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2466130>.

HORNUF, Lars & SCHWIENBACHER, Armin, The Emergence of Crowdfunding in Europe, **Munich Discussion Paper**, Nº 2014-43, Department of Economics, University of Munich (August 15, 2014). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2481994>.

LAWTON, Kevin & MAROM, Dan, **The Crowdfunding Revolution: Social Networking meets venture financing**. Ed. Createspace, 2010.

MAIA, Felipe. Investimento por meio de 'vaquinha' começa a funcionar. **FOLHA**, 23 de Junho de 2014. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/06/1474654-investimento-por-meio-de-vaquinha-comeca-a-funcionar.shtml>.

MASSOLUTION. **The Crowdfunding Industry Report**. Los Angeles, 2013.

MOLLICK E., The Dynamics of Crowdfunding: Determinants of Success and Failure, in **Working Papers Series**. 2012, The Wharton School of the University of Pennsylvania: Philadelphia, PA. July 11, 2012.

NOGUEIRA, F. da Costa. Contra-acionamento de crédito: do raro e caro ao farto e barato. In: **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia**. Unicamp, IE, 2006, p.p. 445.

PAIVA, Thaís. De Grão em Grão. **Carta Fundamental**. Edição Nº 61 de Setembro de 2014. Disponível em: <http://www.cartafundamental.com.br/single/show/284>.

PELLEGRINI, Marcelo & RODRIGUES, Paloma. Brasileiro doa mais de R\$ 5 bilhões ao ano para ONG's. **Carta Capital**. 7 de Abril de 2013. Disponível em: www.cartacapital.com.br/sociedade/brasileiro-doa-mais-de-r-5-bilhoes-ao-ano-para-ongs.

PICCHI, Flávio Augusto. Mercado de capitais para microempresas. **Valor Econômico**. 20 de Fevereiro de 2013. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/3017560/mercado-de-capitais-para-microempresas>.

RAGAZZI, Ana Paula. IOSCO debate papel do mercado para crescimento no RJ. **Valor Econômico**. 1º de Outubro de 2013. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3289056/iosco-debate-papel-do-mercado-para-crescimento-no-rj#ixzz3GH2pFeOQ>.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo, SP. Editora Best Seller, 1999.

SILVA, Michelle Sprandel da. **Webmarketing: Processos interativos no site barbie.com**. Dissertação de mestrado em Comunicação e Linguagens da Universidade Tuiuti do Paraná. Curitiba, 2008.

TAPSCOTT, Don; WILLIAMS, Anthony D. **Wikinomics: how mass collaboration changes everything**. Expanded ed. New York, NY: Portfolio, 2008.

TAUHATA, Sérgio. A força da multidão. **Valor Econômico**. 7 de Agosto de 2014. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3642942/forca-da-multidao#ixzz3HDAAnvFgu>.

TAUHATA, Sérgio. Investimento coletivo em startups tem respaldo da CVM. **Valor Econômico**. 7 de Agosto de 2014. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3642940/investimento-coletivo-em-startups-tem-respaldo-da-cvm#ixzz3HDBWSNBV>.

THE ECONOMIST. **Civic crowdfunding - Worth a try**. 10 de Setembro de 2013. Disponível Em: <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2013/09/civic-crowdfunding>.

WILSON, Karen E. & TESTONI, Marco. Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets. **Bruegel Policy Contributions**, Agosto de 2014. Disponível em <http://EconPapers.repec.org/RePEc:bre:polcon:844>.

YEOH, Peter (2014), Implications of online funding regulations for small businesses, **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Vol. 22, 2014. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1108/JFRC-02-2014-0012>.