

Mesmo com esforços da CVM, Brasil tem barreiras para equity crowdfunding

Equity crowdfunding é uma expressão de moda nos principais debates sobre financiamento de startups no mundo. A possibilidade de startups arrecadarem capital para o seu desenvolvimento através de plataformas de *crowdfunding*, oferecendo como contrapartida títulos representativos de participação societária nas empresas, é uma das tendências mais debatidas no cenário regulatório internacional nos últimos anos. Essa tendência foi especialmente marcada pela aprovação do JOBS Act nos EUA, em 2012 (legislação cujo objetivo é criar o arcabouço regulatório para a expansão das atividades de *equity crowdfunding* no país), e pelo surgimento de diversos sites na Europa e nos EUA que têm buscado oferecer alternativas para a expansão dessas práticas.

Embora tenha se tornado lugar comum dizer que a complexa legislação brasileira não permite a realização, na prática, do *equity crowdfunding* no Brasil, poucos artigos têm se dedicado a analisar com profundidade esse assunto, especialmente tendo em vista os esforços empreendidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na última década para facilitar a captação de recursos para micro e pequenas empresas. Nosso objetivo não é esgotar as discussões sobre o tema — mas sim incentivá-las — e, para tanto, vemos como necessários alguns apontamentos preliminares sobre a adequação do *equity crowdfunding* ao atual regime jurídico brasileiro.

Desde 2003, a CVM tem baixado diversas instruções, em especial as Instruções 400/2003, 480/2009 e 482/2010, com foco em micro e pequenas empresas que desejam captar investimentos via emissão de títulos e valores mobiliários. Essas empresas, segundo as Instruções da CVM 400/2003, conforme alterada, e 480/2009, estão dispensadas do registro de companhia aberta e de oferta pública, desde que a captação pretendida não ultrapasse R\$ 2,4 milhões por ano e desde que requisitada à CVM, previamente, a dispensa da formalidade para a oferta pública.

Esse regime simplificado cria a impressão de um cenário favorável para a prática de *equity crowdfunding* no Brasil. Todavia, não se registra, até a presente data, qualquer pedido perante a CVM para dispensa do registro de oferta pública nos termos colocados acima. Mas por que motivo as disposições dessas instruções não são adotadas pelo mercado? Ainda que a falta de publicidade a respeito dessas instruções possa ser considerada uma hipótese relevante para responder à pergunta acima, parece-nos que a própria estrutura regulatória brasileira oferece incoerências que, na prática, impossibilitam a realização de operações de *equity crowdfunding* no Brasil.

Na Instrução CVM 400/2003, dispõe-se que estão dispensadas do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários as “empresas de pequeno porte e microempresas, *assim definidas em lei*”. No Brasil, a lei que define o conceito de micro e pequenas empresas é a Lei Complementar 123/2006 (Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte). Em seu artigo 3º, o estatuto dispõe sobre os requisitos para que uma empresa seja considerada de micro e pequeno porte e possa, assim, fruir dos benefícios concedidos pela legislação brasileira, expressamente excluindo do conceito de micro e pequena empresa aquelas “*constituída[s] sob a forma de sociedade por ações*” (Lei Complementar 123/06, artigo 3º, § 4º, X). Dessa forma, a captação pública de valores mobiliários

através de *equity crowdfunding* no Brasil, utilizando-se das disposições previstas pela CVM, só poderia ser realizada através de uma sociedade limitada, o que representaria entraves para as estruturas de investimento mais praticadas no mercado, bem como uma série de riscos para empreendedores e investidores.

Em uma sociedade limitada, os direitos políticos e patrimoniais dos sócios são determinados pela proporção do valor investido (o valor pago por suas quotas) e o valor do capital social, diferentemente do que ocorre em sociedades anônimas, em que os direitos políticos e patrimoniais dos acionistas são determinados pela quantidade e natureza das ações detidas por eles, não havendo necessária relação com o valor pago por tais ações. Tendo em vista que as sociedades anônimas podem emitir ações sem valor nominal, há liberdade para que elas possam utilizar-se de diversos mecanismos para determinar o valor das ações emitidas para diferentes rounds de investimento, inclusive sem relação entre os direitos políticos e patrimoniais decorrentes de tais ações e o valor pago por elas.

Além disso, a sociedade limitada nem sempre oferece, do ponto de vista de um investidor, a proteção patrimonial adequada, especialmente levando em conta a tendência do judiciário brasileiro em classificar as limitadas em “sociedades de pessoas”, levando a uma maior exposição patrimonial dos sócios em situações em que há um interesse público envolvido (*e.g.* casos trabalhistas e de consumidor).

Ou seja, não faz sentido pensar em *equity crowdfunding* em uma sociedade limitada.

Tampouco é razoável imaginar que a Lei Complementar 123/2006 possa vir a ser alterada, de modo que as micro e pequenas empresas possam optar pelo tipo societário de sociedade anônima. O controle da titularidade das ações, nas sociedades anônimas, é feito nos livros da companhia, que são mantidos em arquivo na sede. Consequentemente, diante do modelo atual, seria impraticável verificar o cumprimento, por uma teórica micro ou pequena empresa sociedade anônima, do disposto no artigo 3º, § 4º da Lei Complementar^[1], que estabelece um rol de restrições relativas aos sócios das micro e pequenas empresas.

Ainda que fosse autorizado, por meio de nova legislação, que as micro e pequenas empresas se organizassem como sociedades anônimas, o fato é que, além dos altos custos relacionados a esse tipo societário (*e.g.* publicações em diário oficial e em jornal de grande circulação, para companhias que não se enquadrem na dispensa do artigo 294, II da Lei das Sociedades por Ações — menos de 20 acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$ 1 milhão), em termos práticos, para viabilizar uma circulação ampla das ações no âmbito do *equity crowdfunding*, seria necessário adotar o modelo de circulação de ações de companhias abertas, as chamadas ações escriturais, que podem ser movimentadas por lançamentos a crédito ou a débito da conta do acionista, sem exigir a assinatura dos tradicionais livros societários. O problema é que a adoção de ações escriturais exige a contratação de instituição financeira autorizada pela CVM, com a decorrente assunção de custos incompatíveis com a realidade de empresas com receita bruta anual de até R\$ 3,6 milhões (Lei Complementar 123/06, artigo 3º, incisos I e II).

Há quem aponte a possibilidade de emissão de títulos de dívida como alternativa para viabilizar o *crowdfunding* em sociedades limitadas, uma vez que a Instrução CVM 480/2009, em conjunto com a Instrução CVM 476/2009, autoriza às limitadas a emissão de cédulas de crédito bancário (que não sejam de responsabilidade de instituição financeira) e notas comerciais (também conhecidas como notas

promissórias comerciais) para distribuição ou negociação pública com esforços restritos, sem necessidade de registro na CVM.

Ocorre que a referida Instrução CVM 476/2009 obriga tais ofertas a serem intermediadas por integrantes do sistema de valores mobiliários (corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários) e limita tais ofertas exclusivamente a investidores qualificados. Investidores qualificados, para fins da mencionada instrução, são os fundos de investimento e pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio (art. 109, IV da Instrução CVM 409/2004), sendo que tais pessoas físicas ou jurídicas deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$ 1 milhão (art. 4º, II da Instrução CVM 476/2009). Nesse sentido, tendo em vista os custos envolvidos na contratação das corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários e a limitação da oferta a investidores qualificados, em nossa opinião, esse modelo de captação se afasta da realidade das sociedades que buscam recursos via *crowdfunding*.

Em que se pesem os esforços recentes da CVM em democratizar o mercado de capitais abrindo espaço para empresas menores, o cenário para a plena realização de atividades de *equity crowdfunding* no Brasil passa por diversos outros obstáculos, muitos deles fora da esfera de atuação da CVM. Uma solução inicial seria a produção de norma que dispensasse às empresas de pequeno porte e microempresas tratamento diferenciado e favorecido para a captação de recursos via *crowdfunding*, na linha do princípio estabelecido no artigo 179 da Constituição.

Desburocratização para a abertura de sociedades anônimas, redução de custos relativos a publicações oficiais e registro simplificado de títulos e valores mobiliários são outras alternativas que podem contribuir não só para o desenvolvimento de atividades de *equity crowdfunding* como para a expansão do empreendedorismo e a atração de investimentos para mercados menos maduros, como o de Internet e TI.

[1] § 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica: I – *de cujo capital participe* outra pessoa jurídica; (...); III – *de cujo capital participe* pessoa física que seja inscrita como empresário ou seja sócia de outra empresa que receba tratamento jurídico diferenciado nos termos desta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo; IV – *cujo titular ou sócio* participe com mais de 10% (dez por cento) do capital de outra empresa não beneficiada por esta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo; V – *cujo sócio ou titular* seja administrador ou equiparado de outra pessoa jurídica com fins lucrativos, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo.

Date Created

09/04/2014