

***Crowdfunding e peer-to-peer lending:* uma análise dos regulamentos das finanças alternativas no Brasil**

Marcus Freitas Gouvea*

Introdução. 1 Modelos de finanças alternativas e algumas definições. 2 Riscos do investidor nos modelos peer-to-peer. 3 Comparativo das regulações (Instrução CVM 588/2017 e Resolução CMN 4.656/2018). 3.1 O instrumento representativo do negócio e seu emissor. 3.2 O investidor comum. 3.3 Riscos operacionais. 3.4 Orientações e alertas aos investidores. 3.5 Perfil do investidor e o serviço de análise de crédito. 3.6 A existência do empreendimento e o risco de crédito. 3.7 A participação de investidores sofisticados. Conclusões. Referências.

Resumo

Plataformas de financiamento alternativas estão crescendo rapidamente. Elas complementam as atividades bancárias, viabilizando crédito para empreendedores que, por exemplo, não podem financiar seus projetos por meios tradicionais, além de oferecer novas oportunidades de negócios para pequenos investidores. Nesse contexto, muitas agências em todo o mundo envidam esforços para regular a matéria, a fim de promover as virtudes de plataformas de financiamento alternativo, controlar possíveis riscos sistêmicos que possam oferecer e proteger os interesses dos investidores. No Brasil, a o órgão regulador do sistema financeiro (Conselho Monetário Nacional) e a Comissão de Valores Mobiliários regulamentaram os modelos de financiamento alternativo por meio de dois estatutos distintos, a Resolução CMN 4.656/2018 e a Instrução CVM 588/2017. Este trabalho tem como objetivo comparar esses estatutos em termos da proteção oferecida a investidores comuns e nos negócios caracterizados como *peer-to-peer lending*.

Palavras-chave: Finanças alternativas. Resolução CMN 4.656/2018. Instrução CVM 588/2017. Empréstimos entre pessoas. Proteção do investidor.

* Procurador da Fazenda Nacional. Doutorando em Direito pela UFMG.

Crowdfunding and peer-to-peer lending an analysis of the alternative finance regulations in Brazil

Abstract

Alternative finance platforms are growing fast. They supplement bank activities for entrepreneurs who are not able to finance their projects by traditional means and provide new business opportunities for small investors. In this context, many agencies around the world make efforts to regulate the subject, in order to foster the alternative finance platforms virtues, to control possible systemic risks they may offer, and to protect investors interests. In Brazil, the financial system rule maker (Conselho Monetário Nacional) as well as the securities authority (Comissão de Valores Mobiliários) regulated alternative finance models by two different bylaws, the Resolução CMN 4.656/2018 and the Instrução CVM 588/2017. This paper aims to compare those bylaws in terms of the protection they offer to ordinary investors in peer-to-peer business.

Keywords: *Alternative finance. Resolution CMN 4.656/2018. Normative Ruling CVM 588/2017. Peer-to-peer lending. Investors protection.*

Introdução

O termo “finanças alternativas” está relacionado a fenômeno recente de criação de novos canais de financiamento de empresas em estágio inicial, com reduzida participação de instituições financeiras tradicionais. Nas relações firmadas no âmbito das finanças alternativas, colocam-se, de um lado, pessoas físicas e micro e pequenas empresas, tomadoras de recurso, e, de outro, os investidores, não raro intermediados por plataformas eletrônicas (*fintechs*), embora estas plataformas possam ser os próprios investidores (OCDE, 2015, p. 13-19).

Esses mecanismos de financiamento têm crescido substancialmente em todo o mundo desde a crise de 2008 (ARNER *et al.*, 2015, p. 16) e, em alguma medida, também no Brasil (BID, 2018, p. 28-32; PWC, 2018, p. 10; HERRERA, VADILLO, 2018, p. 1). Com isso, agências reguladoras de todo o mundo têm se debruçado sobre a matéria, tanto para proteger investidores quanto para conferir marco legal e segurança jurídica para os novos negócios.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução CVM 588/2017 (ICVM 588/2017), sobre Plataformas Eletrônicas de Investimento Participativo (e-PIP), e o Conselho Monetário Nacional (CMN) publicou a Resolução CMN 4.656/2018 (RCMN 4.656/2018), sobre Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP),¹ normas que regulam empresas de finanças alternativas, cujo modelo de negócio inclui a intermediação entre tomadores e fornecedores de recursos.

O presente artigo tem o objetivo de comparar a ICVM 588/2017 e a RCMN 4.656/2018 sob o ponto de vista da proteção do consumidor que realiza investimentos baseados em empréstimos (*lending, debt* ou *loan*) entre pessoas, por meio de plataformas regidas por estes normativos.

¹ Não serão analisadas, neste trabalho, as Sociedades de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte (SCMEPP), previstas na Lei 10.194, de 14 de fevereiro de 2001, as Sociedades de Crédito Direto (SCD), disciplinadas pela Resolução 4.656, de 26 de abril de 2018; nem a Empresa Simples de Crédito (ESC), criada pela Lei Complementar 167, 24 de abril de 2019, que adota o modelo de negócio *balance-sheet*. Também não será analisado o modelo de *equity crowdfunding*, também regido pela ICVM 588/2017, por não representar propriamente empréstimo de recurso, mas investimento vinculado a direitos de propriedade societária.

Para tanto, o texto é dividido em quatro seções, além da presente introdução. Na segunda seção, realiza-se uma análise terminológica dos modelos de finanças alternativas nos quais uma empresa, por meio de uma plataforma eletrônica, aproxima tomadores (mutuários) e fornecedores (investidores) de recursos. Essa análise apresenta conteúdo prático, na medida em que procura apontar diferenças entre os modelos que justificam, também, diferenças de abordagens regulatórias (restritas, neste texto, à proteção do investidor) e se mostra essencial para o desenvolvimento do trabalho, pois pretende delimitar o tema, bem como demonstrar a possibilidade de incidência tanto da Instrução da CVM quanto da Resolução do CMN em tipos similares de investimentos regidos pelas duas normas, sem o que não seria possível a comparação dos atos normativos.

A seção seguinte apresenta alguns riscos característicos dos investimentos oferecidos pelas plataformas, bem como os meios apontados por estudos acadêmicos e levantamentos de agências reguladoras e organismos internacionais para o enfrentamento destes riscos. A partir desses dados, a quarta seção procura comparar como as normas da ICVM 588/2017 e da RCMN 4.656/2018 enfrentaram temas semelhantes, voltados à proteção do investidor das plataformas.

A seção final sumariza as principais diferenças e semelhanças entre os atos normativos, com a ressalva de que o comparativo não busca identificar a superioridade de uma norma em relação à outra.

I Modelos de finanças alternativas e algumas definições

Diversos trabalhos da academia, de órgãos reguladores nacionais e de organismos internacionais sobre finanças alternativas utilizam expressões como *market place lending*, *peer-to-peer lending*, *balance-sheet lending*, *crowdfunding*, *loan-based* ou *lend-based crowdfunding* etc. para identificar certa gama de negócios (FCA, 2014, p. 5; IOSCO, 2017, p. 10; FENWICK *et al.*, 2017, p. 23; HERRERA, 2016, p. 5).

Seriam modelos de negócios diferentes? O que os diferencia? E a partir de quais critérios?

A origem desses institutos não é financeira. As primeiras referências ao *crowdfunding* mencionam projetos pessoais ou sociais, visando à doação de recursos (*donation-based*) ou a pré-venda de produtos ou serviços (*simple reward* ou *pre-sale-based*), com apelos lançados na internet (KIRBY, WORNER, 2014, p. 8).

Com o tempo, o mecanismo passou a ser utilizado para campanhas de financiamento de atividades empresariais que procuravam receber recursos financeiros de potenciais investidores, aos quais se prometia a devolução do empréstimo com juros (*lending* ou *debt-based crowdfunding*) ou a participação no resultado do empreendimento (*equity-based crowdfunding*) (KIRBY, WORNER, 2014, p. 8).²

Hoje, existe uma grande variedade de negócios que permitem o financiamento de atividades empresariais relativamente pequenas, normalmente por meio de plataformas da internet, nas quais se ofertam investimentos a um número grande de colaboradores, que fazem, cada um, pequenos aportes de capital (BRADFORD, 2012, p. 10-11).

A multiplicidade de modelos negociais similares, por sua vez, leva à necessidade de uniformização de nomenclatura para classificar as atividades, fornecer maior clareza nas decisões de investimento, bem como permitir a regulação dos negócios pelas autoridades públicas.

Neste ponto, cabe perguntar quais são os tipos de negócios de finanças alternativas encontrados no mercado, suas particularidades e quais os nomes que são empregados.

² Apenas o modelo de *debt-crowdfunding* interessa neste trabalho, pois diz respeito ao financiamento de atividade empresarial, com base em empréstimos.

O Relatório do Banco Mundial afirma que “*crowdfunding* é técnica de levantar recursos de muitas pessoas, ao invés de um pequeno grupo de investidores especializados, no qual cada indivíduo fornece pequena quantidade do financiamento requerido” (CUSMANO, 2015, p. 53).

Entre as modalidades de *crowdfunding*, o estudo aponta a doação, a recompensa, a pré-venda, o empréstimo (*lending*, também denominado *peer-to-peer lending* – P2P) e o patrimonial (*equity*), este último envolvendo a emissão de valor mobiliário (CUSMANO, 2015, p. 54). Característica cada vez mais frequente em todas as modalidades é a intermediação do *funding* por plataformas de internet (CUSMANO, 2015, p. 53).

Outra classificação de meios de finanças alternativas que coloca o *crowdfunding* como termo genérico, subdividido em *equity-crowdfunding* e *debt-crowdfunding* (também chamado *peer-to-peer lending*), também é encontrada na literatura especializada (FENWICK et. al., 2017, p. 4, ARNER et al., 2015, p. 11 e 23-24).

No mesmo sentido, afirma o relatório sobre tecnologias financeiras da IOSCO (2017, p. 10) que *peer-to-peer* – P2P:

[É] um modelo de negócios em que em muitos casos permite investidores, sozinhos ou em conjunto, a fornecer financiamento a terceiros. A novidade deste modelo de negócios é que o financiamento pode ser obtido por muitos diferentes mutuantes / investidores que variam de indivíduos a investidores institucionais. Em troca mutuantes e investidores podem receber juros mensais em acréscimo ao reembolso do capital. Sob a perspectiva regulatória, a menos que a plataforma realize apenas empréstimos com recursos próprios, usualmente são emissoras de valores mobiliários ou participações em esqueças de investimento coletivo e, conseqüentemente, se enquadram nas regulações de valores mobiliários.

Em distinção ao P2P, o relatório da IOSCO (2017, p. 10-11) apresenta o *equity crowdfunding* (ECF), como

modelo de negócio que permite investidores investir em uma companhia, tipicamente uma *startup* ou um negócio em estágio inicial, em troca de ações da companhia. Tradicionalmente limitado a *venture capitalists* e investidores anjo, o ECF abriu possibilidades de investimento em *equity* para uma gama muito maior de investidores.

Na visão da IOSCO, *crowdfunding* se limitaria a investimentos em *equity*, enquanto o P2P se limitaria a *debt*, podendo ambos envolver a emissão de valores mobiliários.

Nas Américas, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) também elaborou relatório sobre o tema, no qual identificou o termo “finanças alternativas” como sinônimo de *crowdfunding* (HERRERA, 2016, p. 2). Nesse âmbito, existiriam dois modelos de finanças alternativas, *loan-based* e *equity-based*, consistindo o P2P (*loan-based*) no modelo mais básico (HERRERA, 2016, p. 4-5).³

³ A utilização do termo *crowdfunding* como nome genérico também é registrado pelo Guia do Crowdbureau Corporation (2018, p. 5): “o termo *Crowdfunding* é usado globalmente como um termo genérico para descrever uma série de maneiras pelas quais pessoas e empresas (incluindo *start-ups*) levantam dinheiro, tipicamente através de uma plataforma baseada na Internet. A Internet e as mídias sociais tornaram possível o *crowdfunding* e, nos últimos anos, várias plataformas de *crowdfunding* proliferaram. Estas incluem plataformas de *crowdfunding* baseadas em empréstimos, geralmente chamadas de empréstimos *peer-to-peer*, que permitem que pessoas e instituições emprestem dinheiro direta ou indiretamente a consumidores e empresas para obter retornos financeiros na forma de pagamentos de juros e reembolso de capital ao longo do tempo. As empresas deste segmento também podem fornecer serviços financeiros relacionados. Também estão incluídas plataformas de *crowdfunding* baseadas em investimentos, geralmente chamadas de *crowdfunding* baseado em ações ou em títulos, que oferecem aos investidores uma oportunidade de investir diretamente em negócios que compram investimentos como ações ou debêntures”.

Essas variações, por certo, são básicas. Estudos identificam dez variações de modelos de finanças alternativas nas Américas (WARDROP *et al.*, 2016, p. 30) e oito na Inglaterra (WARDROP e ZIEGLER, 2016, p. 24), que se diferem pela base do investimento (*debt* ou *equity*), pela natureza do objeto financiado (consumidor, imobiliário etc.), pela existência de garantia da operação (com garantia ou sem garantia), pelo tipo de participação da plataforma (apenas intermediadora, *peer-to-peer*, ou também investidora, *balance-sheet*).⁴ Ademais, é importante observar que as classificações apresentadas não são regulamentares. Constituem tipo comum ou frequente (LARENZ, 1997, p. 657-659), encontrados nas práticas empresariais, nada impedindo que os órgãos reguladores editem normas próprias para tratar do mesmo fenômeno, desde que presentes os requisitos legais de sua atuação.

De toda sorte, dentro dos modelos de finanças alternativas, encontram-se como características frequentes: a captação de recursos de muitas pessoas (raramente de poucos grandes investidores); cada indivíduo fornece pequena quantidade do financiamento requerido; não há participação de instituições financeiras tradicionais (notadamente bancárias); o financiamento consiste em investimento baseado em *equity* ou *debt* e é intermediado por plataforma da internet. Algumas características são variáveis, como a emissão de valor mobiliário ou de título de crédito que não se configure valor mobiliário, as operações poderem ser realizadas com ou sem garantia, e a plataforma intermediária por vezes também contribuir no *funding*, por vezes não contribuir.

No que importa para o objeto do presente estudo, o *peer-to-peer lending* apresenta as seguintes características: a captação de recursos de muitas pessoas, raramente grandes investidores, no qual cada indivíduo fornece pequena quantidade do financiamento requerido, realizando investimento baseado apenas em *debt* (excluído *equity* desta análise), com a intermediação de plataforma da internet e sem a participação de instituições financeiras bancárias, podendo ou não haver emissão de valores mobiliários no processo de investimento.

No Brasil, CMN e CVM regularam recentemente modelos de negócios que se enquadram nessas características.

A Resolução CMN 4.656/2018 disciplinou novo tipo de instituição financeira, a SEP, cujo objeto “é a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusivamente por meio de plataforma eletrônica” (art. 7º, da Resolução CMN 4.656/2018).

A seu turno, a Instrução CVM 588/2017 dispõe “sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo”, norma que se aplica apenas às modalidades de *debt* e *equity crowdfunding*, e não aos modelos de doações, brindes, ou compras antecipadas.

De acordo com o art. 2º, I, da ICVM 588/2017, o *crowdfunding* de investimento é a

captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução.

4 Há alguma variação de nomenclatura em duas circunstâncias. Uma, quando se verifica o enfoque em empréstimos, utilizando-se denominações diferentes de investimento em *equity*. Outra, quando se procura comentar escolhas regulatórias. Exemplo de ambos se encontra em Franson e Manbeck (2019). Os autores utilizam o termo *marketplace lending* como termo genérico que abarca diversas modalidades de empréstimo. Usam o termo *crowdfunding*, de outro turno, ao investimento baseado em *debt* ou *equity*, realizado por muitas pessoas em um empreendimento, por intermédio de uma plataforma e que se sujeita ao regime dos valores mobiliários (FRANSON e MANBECK, 2019, 147).

Para a captação de recursos, podem ser emitidos debêntures e contratos de investimento coletivo (ICVM 588/2017, art. 8º, § 2º, II).

Em síntese, ambos os normativos regulam modelos de negócio que podem ser classificados como *peer-to-peer lending*, em que um interessado (típica ou obrigatoriamente pequeno empreendedor) busca financiamento de sua atividade de uma multiplicidade de pessoas, por meio de plataforma eletrônica, mediante o oferecimento de investimento baseado em *debt*, definindo-se a aplicação de uma ou outra norma pela emissão necessária de valor mobiliário, quando há a incidência da ICVM 588/2017, enquanto a Resolução CMN 4.656/2018 incide se o negócio não envolve necessariamente a emissão de valores e é intermediado por SEP.⁵

2 Riscos do investidor nos modelos *peer-to-peer*

A regulação dos mercados financeiros encontra fundamentos na necessidade de proteger os consumidores e investidores e reduzir os crimes financeiros, com vistas no desenvolvimento do próprio mercado e no desenvolvimento econômico (CHIU, WILSON, 2019, p. 9). Este trabalho procura avaliar dois desses fundamentos, os riscos e a proteção dos investidores.

De fato, agências reguladoras procuram disciplinar o mercado atacando os riscos principais de cada atividade. O estudo dos riscos do mercado financeiro ganhou relevância com os acordos Basileia II e III, este último posterior à crise de 2008. Tais acordos procuraram desenvolver mecanismos de identificação e controle dos riscos financeiros, entre os quais se encontram o risco operacional, o risco de crédito, o risco de mercado e o risco de liquidez. Sem maiores divergências, identifica-se o risco operacional como a possibilidade de perda por falhas organizacionais da instituição financeira, o risco de crédito como a possibilidade da perda por falta de pagamento das obrigações, o risco de mercado como a mudança de valor nos ativos e passivos e o risco de liquidez pela dificuldade de vender ativos pelo preço desejado em determinado momento (SOUZA NETO e OLIVEIRA, 2006, p. 451; FORTUNA, 2008, p. 753-754; OLIVEIRA e PACHECO, 2011, p. 250).

Naturalmente, qualquer investimento apresenta riscos. Assim, a economia, o direito, a contabilidade e as finanças tradicionais desenvolveram ferramentas de análise de investimentos e de garantias do investidor para mitigar perdas. Citam-se pesquisas de mercado acerca do produto ou serviço que o empreendedor pretende oferecer, análises de balanços contábeis dos empreendedores e da capacidade de pagamento das pessoas, processos de constituição de garantias etc.

No âmbito das finanças alternativas, esses métodos muitas vezes não estão disponíveis, por não haver dados suficientes para os estudos necessários, ou apresentam custos que inviabilizam o próprio negócio.

Deveras, meios alternativos de financiamento surgem justamente onde os meios tradicionais não conseguem ou não querem chegar, deixando espaço gradualmente ocupado por empresas tecnológicas denominadas *fintechs* (ARNER *et. al.*, 2015, p. 3) que permitem acesso a financiamento e produtos financeiros a pessoas excluídas do mercado tradicional (FENWICK *et. al.*, 2017, p. 7).

Dessa forma, embora os riscos das finanças alternativas possam ser classificados da mesma forma que os das finanças tradicionais, apresentam particularidades que requerem respostas regulatórias diferentes.

⁵ Operações de financiamento com características similares poderiam ser realizadas por outros meios. Nesse caso, submeter-se-iam a outras regulações que este artigo não pretende abordar, ou se enquadrariam no âmbito da ilicitude, matéria que também excede os limites deste texto.

Os riscos operacionais das plataformas e a possibilidade de fraude –são exemplos. A plataforma eletrônica pode funcionar mal, pode deixar de funcionar e pode ainda estar sujeita a falsas informações prestadas pelos tomadores de recursos.

Para mitigar riscos operacionais da plataforma, de falha e de fraude, propõe-se o estabelecimento de deveres de diligência e de capital mínimo para as plataformas (IOSCO, 2017, p. 20-21, HERRERA, 2016, p. 21-22), a obrigação das plataformas de contratar agente de custódia independente (IOSCO, 2017, p.21), a obrigação dessas plataformas de identificar riscos operacionais e adequar procedimentos, controles e governança (IOSCO, 2017, p. 21, HERRERA, 2016, p. 23-24), a obrigatoriedade de exame pelo regulador dos procedimentos internos (inclusive TI) no registro da plataforma e em períodos regulares (IOSCO, 2017, p. 21) e a separação do capital da plataforma e dos clientes (HERRERA, 2016, p. 23).

O investidor ainda está sujeito ao risco de mercado e ao risco de crédito do tomador. Nos modelos *peer-to-peer*, esses tipos de risco estão muito relacionados, pois o valor dos ativos do devedor, crucial para o pagamento de suas dívidas, depende largamente do sucesso do empreendimento, vez que os negócios não são usualmente lastreados por garantias reais.

Entretanto, empreendimentos pequenos, muitas vezes inovadores, não permitem estudos de mercado capazes de gerar estimativa confiável de viabilidade. De fato, empreendimentos embrionários estão sujeitos a muitas incertezas, sejam aquelas comuns a negócios tradicionais, de má administração, rejeição do consumidor etc., sejam outras típicas de negócios tecnológicos, como a inadequação ou superação da tecnologia (BRADFORD, 2012, p. 105-106), fatos que os levam a baixas taxas de sucesso (AGRAWAL *et al.*, 2015, p. 4-5).

Ademais, o devedor não é conhecido da coletividade de investidores e não necessariamente possui histórico de atividades empresariais e de crédito. Igualmente, o empreendimento que pretende financiar não é informado com detalhes, fato que causa grande assimetria de informação entre ele e os investidores, pois, de um lado, o investidor comum ou médio não costuma ter sofisticação ou capacidade para avaliar minimamente o negócio que financia e, de outro, os negócios típicos do modelo são propostos por pessoas não sujeitas a regras de *compliance*, não são acompanhados de informações detalhadas, menos ainda de informações rotineiras (BRADFORD, 2012, p. 100 e seg, FENWICK *et al.*, 2017, p. 4; ARNER, *et al.*, 2015, p. 22), exigindo, para investidores profissionais, maiores esforços de investigação para investidores qualificados ou profissionais.

Com relação ao risco de crédito e de mercado, verificam-se propostas de limites para o tomador por período de tempo, de forma a evitar elevados níveis de endividamento (IOSCO, 2017, p. 20; HERRERA, 2016, p. 8), a adoção do modelo tudo ou nada (*all-or-nothing*), em que o dinheiro é devolvido ao investidor se o projeto se não alcançar o valor pretendido; ou o modelo parcial (*keep-it-all*), que permite ao empreendedor receber os recursos levantados pela plataforma e buscar outras formas de financiamento para a atividade pretendida, que visam permitir a concessão do empréstimo apenas se a campanha resultar em arrecadação suficiente para a implementação do negócio, e a obrigação da plataforma avaliar o perfil do devedor, para evitar os riscos do mau pagador (IOSCO, 2017, p. 20; HERRERA, 2016, p. 8).

Tais medidas, a propósito, contribuem para reforçar o efeito positivo do modelo quanto à validação antecipada, na qual o sucesso do financiamento contribui diretamente com o sucesso do empreendimento, e ao efeito rede, que permite maior interação entre investidores e empresas (IOSCO, 2017, p. 15).

Com relação à assimetria da informação por parte do investidor, são opções regulamentares: a obrigatoriedade de que um mínimo de investimento em cada projeto seja realizado por investidores qualificados (IOSCO, 2017, p. 20); a possibilidade de investimentos em grupo (*syndicate*), com a

liderança de um investidor representando total ou parcialmente os outros investidores (KIRBY e WORNER, 2014, p. 36); e a autorização para a plataforma fazer investimentos e recomendações de investimento (IOSCO, 2017, p. 20; HERRERA, 2016, p. 18). Essas medidas incluem nos negócios pessoas e entidades mais capazes de avaliar o potencial dos investimentos.

Ademais, são possibilidades regulatórias o estabelecimento de limite máximo de aporte para o investidor por projeto/plataforma/ano (IOSCO, 2017, p. 20; HERRERA, 2016, p. 8), limitando, assim, as perdas que cada investidor pode sofrer, bem como a exigência de educação do investidor, o fornecimento do material de educação e a realização de alertas de risco (IOSCO, 2017, p. 20).

Fala-se, também, do risco de liquidez por ausência de mercado secundário para as finanças alternativas (IOSCO, 2017, p. 15-17), mencionando-se como resposta regulatória possível a promoção de estímulo para a criação e desenvolvimento de mercados secundários (IOSCO, 2017, p. 20, HERRERA, 2016, p. 8). Outros exemplos de risco seriam o risco legal e o risco soberano.

Com a ressalva de que este estudo não pretende esgotar os riscos e os meios regulatórios para mitigá-los, nem mesmo no âmbito das finanças alternativas, a próxima seção cuidará do tratamento das normas brasileiras acerca das regras de operação das plataformas, das orientações e alertas ao investidor, dos meios de avaliação do negócio pelo investidor e dos instrumentos de redução de assimetria de informação.

3 Comparativo das regulações (Instrução CVM 588/2017 e Resolução CMN 4.656/2018)

3.1 O instrumento representativo do negócio e seu emissor

Os atos normativos em apreço estabelecem regras para tipos de negócio com muitas semelhanças, mas também com diferenças.

As primeiras delas, que aparecem nos textos normativos de forma bastante óbvia, mas que merecem ser mencionadas, são o *emissor*, isto é, o devedor ou tomador do empréstimo e o *instrumento representativo do negócio*, que pode ser um contrato ou um valor mobiliário.

No regime da RCMN 4.656/2018, qualquer pessoa em princípio pode contrair débito, enquanto na ICVM 588/2017 apenas a sociedade empresária de pequeno porte, assim entendida:

a sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM. (art. 2º, III)

Quanto ao instrumento, a RCMN 4.656/2018 determina a emissão ou celebração de instrumento representativo do crédito entre a SEP e o devedor. Vinculado a esse instrumento, deve ser emitido ou celebrado outro instrumento, agora entre a SEP e o credor (art. 11, III e IV). Esse instrumento não pode condicionar o adimplemento da obrigação a esforço de terceiros ou do devedor, na qualidade de empreendedor (art. 14, VIII). Com isso, a resolução impede que o negócio configure contrato de investimento coletivo e, portanto, sua caracterização como valor mobiliário, nos termos do art. 2º, IX, da Lei 6.385/1976.

De outro turno, a ICVM 588/2017 é expressa em regular a emissão de valores mobiliários, que poderão ser debêntures ou contratos de investimento coletivo (ICVM 588/2017, art. 8º, § 2º, II).

No que diz respeito ao título emitido, a distinção é compreensível, pois os reguladores procuram se ater ao limite de sua competência legal, pois a existência de valor mobiliário atrai a supervisão da CVM, por força da Lei 6.385/1976, não a do Banco Central, a quem compete fiscalizar as atividades bancárias disciplinadas pela Lei 4.595/1964, o que inclui as operações de crédito da SEP.

A limitação do tomador no modelo de negócios da e-PIP a sociedades empresárias de pequeno porte, que não existe na SEP, não é facilmente compreensível. Não há acréscimo de proteção ao investidor, pois não se poderia dizer que sociedade de porte maior apresente também risco maior ao investidor. Eventual argumento de que a empresa maior teria condição de atender as exigências ordinárias da CVM também não convence, porque o objetivo regulatório é a proteção dos investidores não a limitação dos emissores, de modo que se determinado investimento oferece riscos que justificam a simplificação, não é o porte do devedor que vai alterar esta realidade. Parece que a decisão da CVM em limitar o acesso a e-PIPs apenas a sociedades de pequeno porte decorre de simples escolha e não deriva dos princípios regulatórios.

3.2 O investidor comum

Os investidores no mercado financeiro não estão todos sujeitos ao mesmo nível de proteção. Na verdade, muito da disciplina desse mercado distingue os investidores por sua capacidade de avaliar os investimentos e se proteger de seus riscos, falando-se em investidores comuns, mais protegidos, e investidores qualificados ou mesmo profissionais, para quem certas proteções são dispensáveis.

Necessário, pois, verificar quem é o investidor nessas plataformas e, fundamentalmente, quem é o *investidor comum*, a quem são dirigidas mais intensamente as regras de proteção.

Podem ser credores nos negócios intermediados pela SEP, pessoas naturais, instituições financeiras, pessoas jurídicas não financeiras (exceto companhias securitizadoras que distribuam os ativos securitizados a investidores não qualificados) e fundos de investimento creditórios (cujas cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados) (art. 8º, da RCMN 4.656/2018).

Pessoas físicas e jurídicas não financeiras, salvo se considerados investidores qualificados,⁶ serão credores comuns e não poderão contratar com um mesmo devedor, na mesma SEP, operações cujo valor nominal ultrapasse o limite máximo de R\$15.000,00, podendo a plataforma estabelecer outros limites para os credores (exceto para investidores qualificados) (Resolução CMN 4.656/2018, art. 16, § 1º).

O investidor na e-PIP está sujeito a limite de R\$10.000,00 em investimentos participativos por ano. Para pessoas que possuam patrimônio em investimentos financeiros superior a R\$100.000,00 por ano, o limite passa a 10% de sua renda anual ou de suas aplicações financeiras em tais projetos, o que for maior (ICVM 588/2017, art. 4º, caput e inciso III). O limite também não se aplica a investidores qualificados e profissionais, de acordo com a regulação própria, nem o investidor líder (art. 4º, I e II, da ICVM 588/2017).

⁶ Investidor qualificado, por sua vez, segundo arts. 9º, 'a' e 'b' da ICVM 539/2013, será o investidor profissional (instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar e pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional; fundos de investimento; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e investidores não residentes), bem como pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios, e os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Com algumas variações, portanto, tanto a RCMN 4.656/2018 quanto a ICVM 588/2017 limitam os investimentos de investidores comuns, restringindo, assim, suas possíveis perdas.

3.3 Riscos operacionais

As normas do CMN e da CVM também cuidam de mitigar os *riscos operacionais* das plataformas.

A SEP deve ser constituída na forma de sociedade anônima, com capital social integralizado e patrimônio líquido de no mínimo R\$1 milhão, limite que deve ser permanentemente observado (art. 25 e 26, da RCMN 4.656/2018). Ademais, o processo de autorização da SEP deve ser instruído com justificativa fundamentada que aborde, entre outros aspectos, os sistemas e recursos tecnológicos que irá utilizar (art. 31, I, § 1º, IX, da RCMN 4.656/2018).

A resolução determina a separação de capital da SEP e dos clientes, regulando a transferência de recursos (art. 13, da RCMN 4.656/2018) e vedando a transferência de recursos aos devedores antes da disponibilização pelo credor e a transferência de recursos aos credores, antes do pagamento dos devedores (art. 14, da RCMN 4.656/2018).

Por ser sociedade anônima (Lei 6.404/1976) e instituição financeira (art. 17, da Lei 4.595/1964), os agentes da SEP estão obrigados a respeitar deveres de diligência e lealdade (art. 153 e seg., da Lei 6.404/1976) e de governança (v.g. art. 175 e seg., da Lei 6.404/1976), independentemente de disciplina específica na resolução.

A ICVM 588/2017, a seu turno, exige que seja constituída na forma de pessoa jurídica, sem especificar o tipo societário, com capital integralizado de R\$100.000,00 e capacidade tecnológica para operar a oferta do investimento, o que envolve identificar o investidor e registrar sua participação, obter declarações, divulgar informações, operar fóruns eletrônicos de discussão, segregar os investimentos, entre outros (ICVM 588/2017, art. 12 e 13).

A ICVM 588/2017 estabelece os deveres da plataforma, que incluem o dever de cautela e diligência, as obrigações de recebimento e verificação de documentos e declarações dos emissores e dos investidores, a prestação de informações a investidores, inclusive quanto aos riscos do negócio, a elaboração de material didático e a elaboração de material didático acerca do investimento (ICVM 588/2017, art. 18 a 27), bem como suas vedações, entre as quais se encontram: prometer rendimento predeterminado aos investidores; fazer gestão discricionária dos recursos de investidores; realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários; conceder crédito a investidores ou sociedade emissora de pequeno porte; restringir a participação na oferta a pessoas que tenham adquirido produtos ou serviços do emissor; distribuir, fora do ambiente eletrônico da plataforma, valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte objeto de oferta pública em andamento (ICVM 588/2017 art. 28).

Os recursos dos investidores transferidos via plataforma eletrônica de investimento participativo devem ser repassados à sociedade de pequeno porte emissora ou devolvida, se a campanha não obtiver êxito (ICVM 588/2017, art. 5º, V). Durante o processo, os investimentos devem ser mantidos em contas específicas em nome de cada investidor, como meio de promover a separação do patrimônio destes, da plataforma, do investidor líder e do emissor.

Em termos comparativos, verifica-se uma evidente disparidade no capital exigido. A SEP está obrigada a manter patrimônio líquido de R\$1 milhão, enquanto a e-PIP apenas deve integralizar capital no valor de R\$100.000,00.

Quanto aos demais fatores que refletem no risco operacional, tanto a SEP quanto a e-PIP estão obrigadas a manter bom funcionamento, obedecer a regras de controle e *compliance*, separar o patrimônio dos interessados, bem como respeitar o dever de diligência.

3.4 Orientações e alertas aos investidores

Uma estratégia regulatória é fornecer informações aos investidores para que estes, mesmo sem conhecimento mais aprofundado sobre o mercado financeiro, possam tomar decisões conscientes. Essas informações podem ser apresentadas na forma de orientações mais elaboradas ou alertas concisos sobre riscos pertinentes ao negócio, à plataforma ou ao tomador do recurso.

Tanto a RCMN 4.656/2018 quanto a ICVM 588/2017 tratam da *orientação e dos alertas* que devem ser realizados com relação aos modelos de negócio e a cada negócio específico oferecido pelas plataformas.

O art. 11, I, da RCMN 4.656/2018, exige que a SEP obtenha a manifestação prévia de vontade inequívoca de contratar de devedores e credores. Ademais, nos negócios celebrados, nos termos do art. 11, III e IV, da RCMN 4.656/2018, devem estar claros para todas as partes as condições da operação de empréstimo e de financiamento contratada, inclusive a taxa de retorno esperada pactuada, os deveres e os direitos dos credores, dos devedores e da SEP, a indicação de que a SEP não se coobriga e não presta qualquer tipo de garantia na operação, a vinculação entre os recursos disponibilizados pelos credores à SEP e a operação de crédito com o devedor, a subordinação da exigibilidade dos recursos ao fluxo de pagamento da correspondente operação de crédito, as informações sobre as eventuais garantias prestadas, as condições de transferência de recursos aos credores etc.

Determina o art. 17, da RCMN 4.656/2018, que a SEP deve prestar informações a clientes e usuários sobre a complexidade das operações contratadas e dos serviços ofertados, em linguagem clara e objetiva, destacando a finalidade de compreensão sobre dois temas principais: o fluxo de recursos financeiros (investimento e pagamentos) e os riscos incorridos, incluindo advertência de que as operações que intermediam configuram investimento de risco, sem garantia do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

O art. 18, da RCMN 4.656/2018, trata da divulgação aos potenciais credores sobre os fatores que influenciam a taxa de retorno esperada do investimento, entre eles os fluxos de pagamentos previstos, a taxa de juros pactuada com os devedores, os tributos e as tarifas, bem como da informação de que a taxa de retorno esperada depende também de perdas derivadas de eventual inadimplência do devedor. A propósito da inadimplência e da taxa de retorno, cabe à SEP divulgar mensalmente a inadimplência média, por classificação de risco, das operações de empréstimo e de financiamento por ela intermediadas nos últimos doze meses (RCMN 4.656/2018, art. 19).

O art. 24, da RCMN 4.656/2018, obriga a SEP a monitorar as operações por ela intermediadas, para prestar informações a credores e devedores, realizando o registro e o controle, em contas específicas e de forma individualizada, dos fluxos de recursos entre credores e devedores e dos eventuais inadimplementos parciais ou totais (parágrafo único, inciso I), que deverá ser mantido até a liquidação final da operação (parágrafo único, inciso II).

A ICVM 588/2017 também possui diversas normas sobre orientações, alertas e advertências ao investidor.

O art. 25, da ICVM 588/2017, impõe à plataforma o dever de preparar material didático, visando orientar os interessados sobre o tipo de oferta, contendo informações sobre procedimentos, restrições e limites de investimentos individuais, termos técnicos utilizados, riscos do investimento,

inclusive de perda total, as taxas de mortalidade de microempresas e empresas de pequeno porte observadas no país, com indicação da fonte de informação utilizada, a dificuldade de avaliação do valor da empresa no momento da oferta, os prazos de retorno esperados, a falta de liquidez do investimento, a ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis aos investidores e de exigência de auditoria independente das demonstrações, o funcionamento do grupo de investimento, a possibilidade de que a sociedade empresária não contrate instituição custodiante etc.

O art. 26, da ICVM 588/2017 determina, ainda, que a plataforma destaque em todos os meios de acesso ao investimento aviso aos investidores, para colocar em relevo que as ofertas de valores mobiliários em questão são dispensadas de registro na CVM, que a CVM não analisa previamente as ofertas nem garante a veracidade das informações prestadas, a adequação à legislação vigente ou a qualidade da sociedade empresária de pequeno porte. O aviso deve conter, ainda, recomendação ao investidor para que, antes de aceitar uma oferta leia com atenção as informações essenciais da oferta, em especial a seção de alertas sobre riscos.

Exige o art. 5º, I, da ICVM 588/2017 que todos os investidores firmem termo de adesão e ciência de risco do negócio. Nesse termo, a ser obtido pela plataforma, o investidor deve declarar que teve acesso a informações essenciais a oferta, aos alertas de risco e que está ciente da possibilidade da perda total do capital investido em decorrência do insucesso da sociedade empresária de pequeno porte, dos riscos de responsabilidade pessoal decorrente da eventual aquisição de participação societária pela aquisição do valor mobiliário, dos riscos inerentes a detenção de posição minoritária na sociedade empresária de pequeno porte, do risco de crédito da sociedade empresária de pequeno porte, quando da emissão de títulos representativos de dívida, do risco de liquidez, da possibilidade de não haver fluxo de informações sobre a sociedade após a realização da oferta e de que a sociedade investida não está obrigada a se transformar em sociedade anônima (art. 19, IV, da ICVM 588/2017).

Em termos de orientações e alertas, as diferenças entre os normativos não são essenciais.

3.5 Perfil do investidor e o serviço de análise de crédito

A diferença de tratamento das normas quanto a orientação do consumidor é mais intensa no que se refere ao *perfil do investidor* e ao *serviço de análise de investimento*.

O art. 20, da RCMN 4.656/2018, determina que a SEP realize análise do perfil dos potenciais credores, podendo, inclusive, vedar que plataforma recomende o investimento a pessoas de perfil conservador, avesso ao risco. Trata-se da aplicação o princípio do *know you client.*, segundo o qual devem as instituições financeiras, literalmente, conhecer seus clientes para oferecer-lhe serviços adequados às suas expectativas.

De acordo com o art. 7º, § 1º, da RCMN 4.656/2018, a SEP está autorizada a realizar análise de crédito para clientes e terceiros, podendo, assim, sugerir portfólios a seus clientes, visando redução dos riscos e das perdas.

Para as e-PIPs, ao contrário, o art. 48, da ICVM 588/2017, é expresso em dispensar as plataformas da observância da regulamentação específica sobre a verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Não está obrigada a interferir, assim, na decisão do cliente em função de seu perfil de risco, mas somente a verificar os limites de investimento de cada interessado (art. 4º, § único).

Ademais, embora a plataforma deva indicar em seu material didático que “a constituição de um portfólio diversificado por parte do investidor é o maior mitigador dos riscos envolvidos no investimento em sociedades empresárias de pequeno porte” (art. 25, V, da ICVM 588/2017), é-lhe vedado oferecer o serviço de composição desse portfólio, pois não pode fazer recomendações personalizadas aos investidores sobre as ofertas públicas realizadas com dispensa de registro (art. 28, VII, da ICVM 588/2017).

Nos casos em que estejam presentes conflitos de interesse, notadamente na hipótese do art. 28, XVII, da ICVM 588/2017, a vedação seria compreensível, mas a vedação absoluta parece não contribuir para a melhor proteção do investidor.

3.6 A existência do empreendimento e o risco de crédito

Nem a SEP nem a e-PIP respondem pelo *sucesso* do empreendimento do devedor. As normas, contudo, partem de abordagens diferentes, quanto à *existência do empreendimento* e ao *risco de crédito*.

Nos investimentos intermediados pela SEP, por intermediar operações de crédito, não há necessariamente um empreendimento novo a ser financiado, e o tomador pode, por exemplo, buscar apenas capital de giro para sua empresa. Por essa razão, a Resolução CMN 4.656/2018 não dispõe sobre a comprovação e a fundamentação no objeto financiado. Também não há limite mínimo de captação a valores pré-determinados. Não há qualquer dispositivo que estabeleça valor máximo para a captação nem o porte do tomador, fatores que são definidos a critério da SEP (art. 16, da RCMN 4.656/2018) e a proteção dos credores baseia-se na análise de crédito dos devedores (art. 21 e 22, da RCMN 4.656/2018).

De acordo com o art. 21, da RCMN 4.656/2018, a SEP deve utilizar modelo de análise de crédito capaz de fornecer aos potenciais credores indicadores que reflitam de forma imparcial o risco dos potenciais devedores e das operações de empréstimo e de financiamento. O escopo da norma é obrigar a SEP a adotar meios aptos a permitir uma análise objetiva do perfil dos devedores e a orientar a decisão de investimento. O regulador utilizou o termo imparcialidade, como critério de admissão do modelo. Juridicamente, deve exigir modelo tecnicamente adequado, não só imparcial, mas apto a tratar de forma tecnicamente correta dados estatísticos sobre inadimplência e a fornecer avaliação satisfatória dos riscos de crédito.

Cuidou o regulador, também, de zelar pelos critérios de avaliação dos devedores. Nesse sentido, o art. 22, da RCMN 4.656/2018, exige que a seleção de potenciais devedores deve ter por base critérios consistentes, verificáveis e transparentes, contemplando aspectos relevantes para avaliação do risco de crédito, como situação econômico-financeira, grau de endividamento, capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa, pontualidade e atrasos nos pagamentos, setor de atividade econômica e limite de crédito.

Tecnicamente, a instituição é livre para elaborar sua metodologia de apuração do risco de crédito, utilizando-se de modelos estatísticos de regressão linear, análise discriminante e regressão logística (ARAUJO e CARMONA, 2007, p. 107) e de técnicas de aprendizagem de máquina – inteligência artificial (ROSATI, 2010, 40). Quanto mais preciso for o modelo na identificação de probabilidade de adimplência e inadimplência dos potenciais devedores, mais credibilidade terá a instituição. Há, porém, outras normas do CMN que orientam a análise de crédito e determinam a ponderação de fatores relativos ao devedor, tais como sua situação econômico-financeira, seu grau de endividamento, sua capacidade de geração de resultados, o setor de sua atividade econômica, a

natureza e a finalidade da transação, atrasos do tomador (art. 2º, da RCMN 2.682/1999, art. 23, XIV e XVII; e art. 24, da RCMN 4.557/2017).

A ICVM 588/2017, por outro lado, não exige a análise de crédito (o que, de fato, seria contraditório no modelo *equity crowdfunding*, mas compatível com o *debt-crowdfunding*). Ao revés, disciplina longamente elementos relativos ao empreendedor e ao empreendimento, muitos dos quais implícitos no modelo de análise de crédito da SEP.

Um desses elementos envolve as “informações essenciais sobre a oferta”, que consistem em documentos e obrigações do emissor e providências a cargo da plataforma. Incluem-se o contrato ou estatuto social da sociedade empresária de pequeno porte, a cópia da escritura de debêntures ou do contrato de investimento que represente o valor mobiliário ofertado, conforme o caso, e a cópia do regulamento, contrato ou estatuto social do veículo de investimento que constitui o sindicato de investimento participativo, se houver (art. 8º, § 2º, da ICVM 588/2017).

A veracidade, a consistência, a qualidade e a suficiência das informações é de responsabilidade da sociedade emissora (art. 10, da ICVM 588/2017), mas a plataforma é obrigada a agir com diligência, respondendo pela falta em assegurar que a sociedade seja regularmente constituída, que as informações por elas prestadas sejam também verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para a tomada de decisão de investimento, que o valor mobiliário ofertado seja adequado ao tipo societário do ofertante e às disposições legais aplicáveis, entre outros fatores relacionados ao negócio ofertado (art. 19, I, da ICVM 588/2017).

O art. 20 da ICVM 588/2017, acerca da relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e a sociedade empresária de pequeno porte ofertante, determina ainda que se preveja a divulgação periódica de informações sobre o empreendimento e a ocorrência dos seguintes eventos significativos: o encerramento de suas atividades, a alteração no objetivo do plano de negócios, e qualquer fato estipulado em cláusula contratual referente a pagamento ou a vencimento antecipado, ou que possa acarretar o exercício de qualquer outro direito pelos titulares dos valores mobiliários ofertados.

Preocupada com o nível de endividamento do emissor, a instrução estabelece limites de captação máxima (valor alvo) do projeto para a dispensa de registro, de R\$5.000.000,00, que pode ser dividido várias emissões isoladas, e de prazo máximo para a captação de cada emissão, de 180 dias (ICVM 588/2017, art. 3º).

A norma não adota o modelo de *all-or-nothing*, mas procura um meio termo entre a proteção do investidor e o estímulo à captação, permitindo o levantamento, pela empresa emissora, de um valor alvo mínimo, não inferior a 2/3 do valor alvo máximo, de modo que a sociedade possa complementar os recursos necessário para seu projeto por outros meios (ICVM 588/2017, art. 5º, III). Se a oferta for exitosa, o emissor poderá fazer nova captação, decorridos 120 dias do encerramento da oferta (ICVM 588/2017, art. 3º, § 4º).

A diferença do tratamento normativo da SEP e da e-PIP nesse quesito é, portanto, substancial. Enquanto a RCMN 4.656/2018 se baseia fortemente na análise de crédito, que inclui uma série de fatores relacionados ao tomador e ao seu negócio e que fornece ao investidor uma referência mais simples e mais objetiva, vale dizer, da avaliação do score de crédito do tomador, a ICVM 588/2017 exige da plataforma e do emissor a divulgação de uma série de informações, muitas delas refletidas no score de crédito elaborado pela SEP, mas que o investidor comum não está apto a interpretar. Ademais, a e-PIP deve transferir secamente tais informações, pois não pode prestar ao investidor o serviço de análise de investimentos. Assim, o consumidor comum do *debt-crowdfunding* brasileiro, para reduzir seus riscos de perda, depende mais da contratação

de serviços especializados ou de seguir investidores qualificados para obter informações mais concretas sobre a viabilidade do empreendimento, do que os investidores da SEP, que têm a seu favor a análise de crédito do tomador.

3.7 A participação de investidores sofisticados

A utilização de *investidores qualificados* como meio de reduzir assimetria de informações entre o investidor comum e o empreendedor (AGRAWAL, CATALINI e GOLDFARB, 2015, p. 7-8) também é fator distintivo entre a RCMN 4.656/2018 e a ICVM 588/2017.

Embora não seja obrigatória, a ICVM 588/2017 permite a participação de um investidor líder que organize grupos de investidores.

O investidor líder, disciplinado pelos art. 35 e 36, da ICVM 588/2017, não só está dispensado do limite de R\$10.000,00 do investidor comum, como deve realizar investimentos no montante de pelo menos 5% do valor alvo mínimo. Por outro lado, deve apresentar-se como investidor experiente, além de cumprir outros requisitos, dentre os quais alguns voltados a evitar conflitos de interesse. Espera-se que o investidor líder seja capaz de conhecer e avaliar o empreendimento e, assim, servir de referência para os demais investidores.

Em acréscimo, o investidor líder pode ser remunerado, mas somente por taxa de desempenho devida aos investidores apoiadores, que compõem o sindicato, nome dado pela ICVM ao grupo de investidores apoiadores e o líder (ICVM 588/2017, art. 32 a 34). Esta metodologia provê maior confiabilidade na dedicação do líder, pois este só recebe se o desempenho do investimento for positivo, e protege o patrimônio do apoiador, que não tem o dever de remunerar o líder se o desempenho for negativo.

Eventual participação da plataforma no investimento também poderia contribuir na proteção dos investidores comuns, pois a e-PIP assumiria parte dos riscos do negócio, reforçando seu interesse no cumprimento de deveres de diligência. Porém a ICVM 588/2017 não disciplina o investimento da plataforma nos projetos por ela intermediados, ao menos não da forma que o faz com o investidor líder e o sindicato. Ademais, veda que as plataformas, seus sócios, administradores e funcionários concedam crédito a investidores ou sociedade emissora de pequeno porte (ICVM 588/2017, art. 28, XII).

Não obstante, parece permitir o investimento da e-PIP nos projetos acolhidos em sua plataforma, na interpretação a contrário senso do art. 28, XVII, da ICVM 588/2017. Esse dispositivo veda que a plataforma, seus sócios, administradores e funcionários detenham, antes da oferta, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis, participação superior a 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública, exceto na hipótese de oferta subsequente ou de oferta da própria plataforma como sociedade empresária de pequeno porte, autorizando, assim, que essas pessoas adquiram valores emitidos pela sociedade de pequeno porte.

A SEP, ao contrário, não pode investir com capital próprio ou tomado por empréstimo (RCMN 4.656/2018, art. 14, I), nem se coobrigar ou prestar qualquer tipo de garantia nas operações de empréstimo e de financiamento (RCMN 4.656/2018, art. 14, III). Ademais, a SEP não pode reter direta ou indiretamente risco de crédito das operações, vale dizer, de não pagamento da dívida (RCMN 4.656/2018, art. 10).

O art. 8º, § 1º, da RCMN 4.656/2018 permite o investimento por investidores qualificados, como instituições financeiras e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FDIC), mas não há na resolução disciplina similar à dos sindicados da ICVM 588/2017.

Assim, parece claro que a ICVM 588/2017 investe mais fortemente nos investidores mais sofisticados para reduzir a assimetria de informações do que a RCMN 4.656/2018, cujo foco maior está na análise de crédito do tomador.

Conclusões

No Brasil, duas normas recentes regulam modelos de negócios que se classificam, de acordo com a literatura mundial, como *lend-based crowdfunding* ou *peer-to-peer*, intermediados por plataformas eletrônicas.

Enquanto a RCMN 4.656/2018 regula o modelo *peer-to-peer*, sem emissão de valores mobiliários, intermediado por plataforma denominada sociedade de empréstimo entre pessoas, a ICVM 588/2017 se aplica tanto ao modelo *lend-based* quanto de *equity-based crowdfunding*, com a emissão de valores mobiliários, intermediados pela plataforma eletrônica de investimento participativo.

Assim, embora haja diferenças, os empréstimos regulados pela RCMN 4.656/2018 e a oferta de valores mobiliários baseados em *debt*, regulados pela ICVM 588/2017, apresentam uma essência comum. apresentam

A análise dos normativos demonstra a preocupação dos órgãos reguladores em estabelecer normas de proteção do investidor comum. As abordagens do CMN e da CVM, porém, não foram idênticas.

Como principais semelhanças, encontram-se a imposição de limites de valor para o investidor de varejo, não qualificado, o estabelecimento de deveres que mitigam o risco operacional das plataformas e a presença de regras que determinam a realização de alertas de risco e orientações básicas ao investidor.

Divergem os normativos, contudo, quanto ao enfrentamento do risco de crédito e do problema da assimetria da informação. A RCMN 4.656/2018 não permite que a SEP conceda empréstimos aos negócios ofertados em sua plataforma, nem disciplina investimentos organizados e liderados por investidores qualificados. Por outro lado, obriga a SEP a adotar modelo de análise de crédito e permite que a SEP preste a seus clientes serviço de análise de investimento, podendo orientá-los na elaboração de portfólios, a partir dos seus perfis de risco.

Ao revés, a ICVM 588/2017 permite investimento das plataformas nos negócios ofertados em seus sistemas, bem como disciplina o investimento organizado e liderado por especialista (investidor líder), mas não obriga a plataforma a consolidar informações sobre o empreendimento da sociedade de pequeno porte ofertante do negócio, dispensa a plataforma de analisar o perfil de risco do investidor e veda a plataforma de prestar serviços de análise de investimento.

Vale ressaltar que as opções regulatórias, embora distintas, são igualmente defensáveis. Eventual superioridade de uma abordagem em relação a outra poderá ser futuramente identificada por estudos dos resultados que cada modelo apresentar.

Referências

- AGRAAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?**. MIT. 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2569988>, acesso em 5/7/2019.
- ARAUJO, Elaine Aparecida; CARMONA, Charles Ulisses de Morreuil. Desenvolvimento de modelos credit scoring com abordagem de regressão de logística para a gestão da inadimplência de uma instituição de microcrédito. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 3, p. 107-131. Belo Horizonte: UFMG, 2007.
- ARNER, Douglas W.; BARBERIS, Janos Nathan; ROSS, Buckley. **The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?** University of Hong Kong Faculty of Law. 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2676553>. Acesso em: 18 abr. 2019.
- BRADFORD, Steven C. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. **Columbia Business Law Review**, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1916184>. Acesso em: 12 maio 2019.
- CHIU, I.; WILSON, J. **Banking Law and Regulation**. Oxford, UK, 2019.
- CROWDBUREAU CORPORATION. **Peer-To-Peer Lending and Equity Crowdfunding Index Methodology Guide**. 2018. <https://www.crowdbureau.com/crowdbureau-index-methodology/>
- CUSMANO, Lucia. **New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments**. OECD Publishing, Paris, 2015. <https://doi.org/10.1787/9789264240957-en>.
- FENWICK, Mark, McCAHERY, Joseph A. VERMEULEN, Erik. **Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending**. TILEC, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2967891>. Acesso em: 18 abr. 2019.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.
- FRANSON, Marc, MANBECK, Peter. **The Regulation of Marketplace Lending: A Summary of the Principal Issues**, 2019. https://www.chapman.com/insights-publications-Regulation_Marketplace_Lending.html.
- HERRERA, Diego. **Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean**. BID: Washington, 2016. Disponível em: <https://publications.iadb.org/en/alternative-finance-crowdfunding-regulation-latin-america-and-caribbean-balancing-act>. Acesso em: 1 mai. 2019.
- HERRERA, Diego, VADILLO, Sonia. **Sandbox regulatório na América Latina e Caribe para o ecossistema FinTech e o sistema financeiro**. BID: Washington, 2018. Disponível em: <https://publications.iadb.org/handle/11319/8795>. Acesso em: 1 mai. 2019.
- IOSCO. **Research Report on Financial Technologies (FinTechs)**. 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2019.
- KIRBY, Eleanor, WORNER Shane. **Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast**. Madrid: OICV-IOSCO, 2014. Disponível em: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>. Acesso em: 2 mai. 2019.

- LARENZ, Karl. **Metodologia da ciência do direito**. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997.
- OLIVEIRA, Gilson e PACHECO, Marcelo. **Mercado financeiro**. São Paulo: Editora Fundamento Educacional, 2011.
- ROSATTI, Vânia. **Um modelo de credit scoring para microcrédito: uma inovação no mercado brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie). São Paulo: UPM, 2010.
- SOUZA NETO, José Antonio, OLIVEIRA, Virgínia I. in. OLIVEIRA, Virgínia I., GALVÃO, Alexandre, RIBEIRO, Érico (org). **Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- WARDROP, Robert Wardrop, ZIEGLER, Tania. **A Case of Regulatory Evolution – A Review of the UK Financial Conduct Authority’s Approach to Crowdfunding**. Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, vol. 14(2), 2016. <https://ideas.repec.org/a/ces/ifodic/v14y2016i2p19237484.html>.
- WARDROP, Robert Wardrop et al. **Breaking New Ground: The Americas Alternative Finance Benchmarking Report**. University of Cambridge and University of Chicago. 2016. Disponível em: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/breaking-new-ground/>. Acesso em: 18 abr. 2019.