

# MERCADOS PRIMÁRIO E SECUNDÁRIO: UMA APLICAÇÃO PRÁTICA AO **CROWDFUNDING**

À LUZ DA RESOLUÇÃO CVM Nº 88



**JOÃO PAULO PERPÉTUO LIMA**



# INTRODUÇÃO

O crowdfunding emergiu como uma ferramenta vital para a captação de recursos, permitindo que empreendedores obtenham financiamento diretamente de um público amplo e diversificado. Este modelo de financiamento engloba várias formas, incluindo o crowdfunding de recompensa, doação, dívida e equity, cada um atendendo a diferentes necessidades e objetivos dos empreendedores e investidores. Fundamental para o entendimento e a eficácia deste mecanismo estão os conceitos de mercado primário e mercado secundário, que desempenham papéis distintos mas complementares no processo de liquidez dos mercados incluindo o do crowdfunding.

O mercado primário refere-se ao estágio inicial onde os valores mobiliários ou participações são oferecidos pela primeira vez a investidores, proporcionando as empresas e projetos o capital necessário para seu desenvolvimento. Este mercado é crucial, pois sem ele, muitas ideias inovadoras falhariam em sair do papel por falta de recursos iniciais. Por outro lado, o mercado secundário oferece uma plataforma para a negociação dessas participações após a emissão inicial, fornecendo liquidez e permitindo a determinação de preços baseada em oferta e demanda.

A presença de um mercado secundário eficaz não apenas facilita a saída de investidores, como também atrai um número maior de participantes dispostos a investir, sabendo que possuem a opção de liquidar suas posições de forma mais flexível. No entanto, o desenvolvimento de mercados secundários para o crowdfunding ainda enfrenta desafios significativos, principalmente devido a restrições regulatórias e a natureza intrínseca de alguns tipos de crowdfunding, como os de recompensa e doação, que tradicionalmente não envolvem a emissão de valores mobiliários negociáveis.

Este artigo busca explorar a importância dos mercados primário e secundário no contexto do crowdfunding, destacando como eles influenciam a atratividade e a sustentabilidade desse modelo de financiamento, além de discutir as barreiras 3 que ainda persistem para a criação de um ambiente de negociação secundária mais robusto. A resolução CVM nº 88 de 27 de abril de 2022, regula 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 - crowdfunding, e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades.

Para fins de abordagem será considerado o mercado primário e secundário a partir do crowdfunding de investimento na modalidade dívida, o qual é caracterizado por ser uma forma de financiamento coletivo em que os investidores emprestam dinheiro a uma empresa ou projeto em troca de juros sobre o valor emprestado. Funciona de maneira semelhante ao crowdfunding tradicional, onde várias pessoas contribuem com pequenas quantias para financiar um projeto, mas, em vez de receberem uma participação acionária ou uma recompensa, os investidores recebem o reembolso do capital mais juros ao longo do tempo, de acordo com os termos do contrato de empréstimo.

## **1. MERCADO PRIMÁRIO E TÍTULOS NEGOCIADOS NAS PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING À LUZ DA RESOLUÇÃO CVM Nº 88**

O mercado primário é um segmento vital do mercado de capitais, atuando como a fonte inicial de emissão e distribuição de títulos e valores mobiliários por parte de empresas, governos e outras entidades. É nesta fase que os instrumentos financeiros são pela primeira vez disponibilizados para investidores, gerando capital que pode ser utilizado para uma variedade de finalidades, desde financiar projetos de expansão até refinar dívidas existentes. A lei 6385/1976 define como valores mobiliários, estes abordados neste artigo e ligados ao crowdfunding, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração,

inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

As negociações de títulos de dívida em plataformas de crowdfunding seguem um processo geralmente padronizado, embora possam haver algumas variações dependendo da plataforma específica. Pode-se descrever uma visão geral de como essas negociações geralmente são conduzidas: O primeiro passo para investir em títulos de dívida através de uma plataforma de crowdfunding é se cadastrar como investidor na plataforma. Isso envolve o preenchimento de um formulário de cadastro, verificação de identidade e, em alguns casos, o fornecimento de informações financeiras adicionais para verificar a adequação do investimento. Uma vez cadastrado na plataforma, o investidor pode navegar pelas oportunidades de investimento disponíveis. As plataformas de crowdfunding geralmente oferecem uma variedade de títulos de dívida emitidos por diferentes empresas ou projetos, como o contrato de mútuo de escopo.

Os investidores podem analisar as informações fornecidas sobre cada oferta, incluindo os termos do empréstimo, taxas de juros, prazos e detalhes sobre a empresa ou projeto emissor. Após identificar uma oportunidade de investimento que atenda aos seus critérios, o investidor pode fazer um investimento na plataforma.

Isso geralmente é feito através de um processo de compra de títulos diretamente na plataforma, onde o investidor especifica o valor que deseja investir e confirma a transação. Uma vez que o investimento é feito, um contrato de empréstimo é executado entre o investidor e a empresa ou projeto emissor. Este contrato estabelece os termos do empréstimo, incluindo o valor do empréstimo, taxa de juros, prazo de reembolso e quaisquer outras condições relevantes. Durante o prazo do empréstimo, o investidor receberá pagamentos periódicos de juros conforme estabelecido no contrato.

Isso é feito através da plataforma, que facilita o pagamento dos juros aos investidores. No vencimento do título, o investidor receberá o reembolso do capital investido pela empresa ou projeto emissor. Este pagamento inclui o valor principal, bem como quaisquer pagamentos de juros pendentes. As plataformas podem ter diferentes políticas e procedimentos para cada etapa do processo de investimento, e os investidores devem estar cientes das políticas e riscos específicos associados a cada plataforma e a cada oportunidade de investimento.

A resolução CVM nº 88 estabelece pontos importantes para balizar a emissão dos valores mobiliários via financiamento coletivo, são estes: limite de captação de até quinze milhões de reais, limite de receita de até quarenta milhões de reais para a sociedade empresária de pequeno porte ou

até oitenta milhões em caso de grupo econômico, auditoria das demonstrações financeiras da sociedade em caso de captação superior a dez milhões de reais, haja registro de receita bruta anual superior dez milhões de reais no exercício social anterior à oferta; e/ou após a realização da oferta, a sociedade de pequeno porte tenha registrado receita bruta anual superior a dez milhões de reais. Os recursos captados não podem ser utilizados para a aquisição, direta ou por meio de títulos conversíveis, de participação minoritária em outras sociedades, assim entendido como 50% (cinquenta por cento) ou menos de suas cotas ou ações com direito a voto e nem para concessão de crédito a outras empresas. Será necessário a contratação de 6 escriturador de valores mobiliários registrado na CVM, caso, no momento da contratação da plataforma que fará a distribuição da oferta pública, a sociedade já tenha realizado, em outra plataforma, uma ou mais ofertas públicas de valores mobiliários fungíveis com aquele objeto da oferta, nele conversíveis ou que se convertam na mesma espécie de valor mobiliário; ou não haja serviços de controle de titularidade e participação societária pela plataforma.

Todos estes procedimentos são realizados eletronicamente, em ambiente seguro e criptografado, conforme as políticas de proteção de dados de cada plataforma, que seguem a legislação e as resoluções da comissão de valores mobiliários.

A importância do mercado primário é, portanto, sua capacidade de fornecer financiamento direto às empresas, permitindo-lhes crescer sem a necessidade de recorrer a empréstimos bancários ou outras formas de dívida que podem ser mais caras ou menos flexíveis. Para os investidores, o mercado primário oferece a oportunidade de entrar em primeiro lugar naquele investimento, visando obter melhores condições. Investir em projetos de crowdfunding muitas vezes significa que o capital do investidor fica preso por um longo período de tempo, até que o projeto gere lucros ou atinja algum outro marco financeiro significativo.

Um mercado secundário oferece aos investidores a opção de vender suas participações a terceiros, proporcionando uma saída muito necessária e aumentando a liquidez do investimento.

Isso pode tornar o crowdfunding mais atraente para um grupo mais amplo de investidores, que podem se sentir confortáveis sabendo que têm a opção de liquidar seus investimentos se necessário. A liquidez é promovida pelo mercado secundário a qual no financiamento coletivo, até o advento da resolução CVM nº 88 de 2022, era praticamente inexistente.

Nos tópicos seguintes serão abordados o funcionamento e a liquidez no mercado secundário de modo geral e a sua aplicação as plataformas de financiamento coletivo.

## 2. MERCADO SECUNDÁRIO E TRANSAÇÕES SUBSEQUENTES NO CROWDFUNDING DE ACORDO COM A RESOLUÇÃO CVM Nº 88

O mercado secundário de valores mobiliários é uma parte fundamental do sistema financeiro, onde títulos já emitidos, como ações, debêntures, títulos de dívida e outros instrumentos financeiros, são comprados e vendidos entre investidores, após a emissão inicial no mercado primário. Este mercado permite a negociação de ativos entre os investidores, sem que o dinheiro envolvido nas transações vá diretamente para a entidade que emitiu os títulos originalmente.

O mercado secundário fornece liquidez aos investidores, permitindo-lhes comprar e vender valores mobiliários de forma rápida e eficiente. Isso significa que os investidores não precisam manter seus investimentos até o vencimento ou até que a empresa emissora compre de volta suas ações ou debêntures, por exemplo; em vez disso, eles podem vender suas participações a outros investidores no mercado. Uma das funções mais importantes é a de descoberta de preços. Os preços dos títulos são determinados pela oferta e demanda no mercado, refletindo a avaliação coletiva dos investidores sobre o valor da empresa ou do ativo subjacente. Isso fornece informações precisas tanto para os investidores quanto para as empresas sobre como o mercado percebe seu valor e desempenho. Além disso o mercado secundário permite que os investidores ajustem suas carteiras de investimentos com facilidade, vendendo alguns ativos e comprando outros.

Isso facilita a diversificação do portfólio e o gerenciamento de riscos, permitindo aos investidores responderem a mudanças nas condições de mercado ou em suas próprias necessidades financeiras. As bolsas de valores são um ambiente onde ocorrem as transações no mercado secundário, sendo estes mercados altamente regulados e organizados, onde as negociações de valores mobiliários são realizadas em sistemas de informática centralizados. Existe também o mercado de balcão organizado onde títulos e instrumentos financeiros são negociados entre partes, com um intermediário que é responsável por encontrar contrapartes para as negociações e garantir a execução dos negócios.

As transações subsequentes, como chamado pela resolução CVM nº 88, é de grande importância para o crowdfunding, especialmente à medida que esta modalidade de financiamento se expande e amadurece. O financiamento coletivo, é uma forma de captação de recursos para projetos ou empresas por meio de pequenas contribuições de um grande número de pessoas via internet e inicialmente não oferecia um mecanismo de liquidez para os investidores. Isso significava que os adquirentes dos títulos que colocavam dinheiro em projetos através dessas plataformas não conseguiam transacionar seus valores mobiliários, gerando dificuldades para vender seus títulos e lucrar ou ao menos recuperar seu capital ou parte dele. Como solução para a baixa liquidez dos valores mobiliários ofertados via financiamento coletivo, foi criado pela resolução da CVM nº 88 a possibilidade da realização de vendas dos valores

mobiliários batizada pela norma de “transações subsequentes”, a qual consiste na intermediação pela plataforma, promovendo a conexão entre compradores e vendedores interessados em transacionar os valores mobiliários que foram objeto de oferta pública em seu próprio ambiente digital. Nesse modelo a mesma fica responsável pela transferência dos ativos entre os investidores que desejem transacionar. As transações podem ser realizadas apenas por investidores ativos, conforme critérios contidos na norma da CVM. A empresa objeto da captação, deve consentir contratualmente para que a plataforma atue como intermediadora das transações subsequentes.

Portanto, para a concretização dessa nova possibilidade, as plataformas podem desenvolver ambiente eletrônico específico para a apresentação de intenções de compra ou de venda, conferindo publicidade e promovendo a realização dos negócios.

A norma atesta que esta autorização “não permite a constituição e administração de mercados regulamentados de valores mobiliários, nos termos 9 da regulamentação que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado”.

Nos parece tratar de um “embrião” do mercado secundário uma vez que permite a liquidez, livre oferta e demanda, mas não permite que as plataformas criem sistemas similares ao das bolsas de valores, mas sim disponibilizem um “portal” de compra e venda de títulos para seus investidores efetivos.

As plataformas atuam meramente como intermediadoras, sendo que os próprios investidores devem selecionar o ativo que desejam transacionar em ambiente disponibilizado pelas plataformas. As transações subsequentes abrem novas vias para a diversificação.

Anteriormente, os investidores tinham opções limitadas para diversificar seus portfólios criados a partir do crowdfunding devido à natureza ilíquida desses investimentos. No entanto, com esse novo modelo, os investidores agora podem investir em uma gama mais ampla de empresas e indústrias, reduzindo sua exposição ao risco e potencialmente aumentando seus retornos.

Essa diversificação não beneficia apenas os investidores individuais, mas também contribui para a estabilidade e crescimento geral do ecossistema do financiamento coletivo.

### 3. PERSPECTIVAS EM RELAÇÃO A LIQUIDEZ NO ÂMBITO DAS PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING E O MERCADO GLOBAL

As perspectivas em relação à liquidez no âmbito das plataformas de crowdfunding e o mercado global podem variar dependendo de diversos fatores, incluindo regulamentações, tendências econômicas e mudanças no comportamento do consumidor.

Espera-se que o mercado global de crowdfunding continue a crescer, oferecendo mais oportunidades de investimento e financiamento para uma ampla gama de projetos e empresas. Com o aumento do interesse dos investidores e do público em geral, é possível que a liquidez das plataformas também aumente.

À medida que mais investidores buscam diversificar suas carteiras, as plataformas de crowdfunding podem se tornar uma opção mais atraente. Isso pode levar a um aumento na liquidez à medida que mais capital é direcionado para essas plataformas.

A regulamentação desempenha um papel crucial na liquidez das plataformas de crowdfunding. As regiões com regulamentações claras e favoráveis podem atrair mais investidores e projetos, aumentando assim a liquidez. Por outro lado, regulamentações excessivamente restritivas podem limitar a liquidez e o crescimento do mercado.

Apesar das oportunidades, é importante reconhecer que investir em crowdfunding também envolve riscos. A liquidez pode ser afetada por condições econômicas adversas, mudanças nas preferências dos investidores ou eventos inesperados que impactam projetos específicos ou setores inteiros.

Ademais, com o aumento da globalização, as plataformas podem se tornar mais acessíveis a investidores de diferentes países. Isso pode aumentar a diversidade de projetos e investidores, potencialmente impulsionando a liquidez globalmente.

Em resumo, as 11 perspectivas em relação à liquidez no âmbito das plataformas de financiamento coletivo e o mercado global podem ser positivas, especialmente com o crescimento contínuo do mercado, avanços tecnológicos e regulamentações favoráveis. No entanto, é importante considerar os riscos e desafios associados e monitorar as tendências do mercado.

Por fim, em relação ao cenário brasileiro o crowdfunding, tem se consolidado como uma alternativa viável e inovadora para o acesso a recursos financeiros no Brasil. Com uma economia dinâmica e um cenário empreendedor em crescimento, as perspectivas para o financiamento coletivo no mercado brasileiro são promissoras, principalmente com relação ao novo arcabouço regulatório e tendência da liquidez introduzida com a resolução CVM nº 88.

Uma das principais vantagens desta modalidade é a democratização do acesso ao financiamento. Anteriormente, empreendedores e projetos tinham que depender de instituições financeiras tradicionais ou investidores de capital de risco para obterem os recursos necessários.

No entanto, essa forma de captação de recursos permite que indivíduos e empresas levem fundos diretamente da comunidade, eliminando muitas das barreiras tradicionais de financiamento.

O mercado brasileiro tem testemunhado um aumento significativo no número de plataformas nos últimos anos, abrangendo uma variedade de setores, desde projetos culturais e sociais até startups e empresas inovadoras.

Essa diversidade de plataformas e projetos tem contribuído para a crescente popularidade do financiamento coletivo entre empreendedores e investidores brasileiros. Além disso, o Brasil possui uma população conectada, o que cria um ambiente propício para o sucesso do modelo de negócios, que é estritamente online.

Com o crescente acesso à internet e o aumento do uso de dispositivos móveis, as plataformas têm a capacidade de alcançar um público amplo e diversificado em todo o país.

As perspectivas para o financiamento coletivo no mercado brasileiro também são impulsionadas por iniciativas governamentais e incentivos fiscais. Programas como a Lei Rouanet permitem que projetos culturais e audiovisuais levantem fundos por meio de doações de pessoas físicas e empresas, proporcionando um impulso adicional ao setor no país.

No entanto, desafios ainda existem. Questões como a regulamentação do setor, a segurança das transações online e a educação do público sobre os riscos e benefícios desta modalidade são áreas que precisam ser continuamente abordadas para garantir o crescimento sustentável do mercado.

Em síntese, as perspectivas do financiamento coletivo no mercado brasileiro são promissoras. Com o aumento da conscientização, o apoio governamental e o crescimento da economia digital, o crowdfunding está bem posicionado para desempenhar um papel significativo no ecossistema empreendedor do Brasil, oferecendo novas oportunidades de financiamento e investimento para projetos de todos os tipos e tamanhos.

## 4. CONCLUSÃO:

Os mercados primário e secundário desempenham papéis complementares e interconectados no sistema de mercado de capitais globalmente. O mercado primário facilita a captação de recursos pelas empresas e governos, permitindo-lhes financiar projetos e operações, enquanto o mercado secundário proporciona liquidez e facilita a negociação de títulos entre investidores. Compreender as características e funcionamento desses mercados é essencial para os participantes do mercado, reguladores e pesquisadores. Uma compreensão sólida dos mercados primário e secundário ajuda a melhorar a eficiência do sistema financeiro, promove a estabilidade e a transparência dos mercados e contribui para o crescimento econômico sustentável.

A evolução do crowdfunding ao longo dos anos demonstra um progresso significativo em termos de liquidez e integração com o mercado, dois aspectos que são vitais para a maturação e expansão desse modelo de financiamento. Tradicionalmente, o crowdfunding era visto como uma forma inovadora, porém limitada, de investimento devido à sua natureza ilíquida. Os investidores, uma vez comprometidos com um projeto, muitas vezes encontravam-se presos a esse investimento até que o projeto fosse concluído ou gerasse receita, o que poderia levar anos ou até mesmo nunca ocorrer.



No entanto, com o desenvolvimento e a implementação de melhorias específicas para o crowdfunding oriundas da resolução nº 88 de 2022 da CVM, essa dinâmica começou a mudar. Essas plataformas oferecem oportunidades para os investidores venderem seus títulos em projetos de crowdfunding antes da conclusão do projeto, proporcionando uma certa liquidez e, por consequência, tornando o financiamento coletivo uma opção mais atraente para um espectro mais amplo de investidores.

Esse aumento na liquidez e a capacidade de diversificação também contribuem para uma maior estabilidade do mercado das plataformas de financiamento coletivo. Com mais investidores dispostos a participar devido às opções de liquidez melhoradas, há mais capital fluindo para o mercado, o que, por sua vez, permite o financiamento de uma gama mais ampla de iniciativas e inovações.

Além disso, a capacidade de negociar participações em um segundo momento ajuda na descoberta de preços, oferecendo um reflexo mais transparente e dinâmico do valor dos investimentos em projetos de crowdfunding. Em conclusão, a integração de mecanismos através da resolução 88 da CVM no crowdfunding representa uma evolução significativa no modelo de financiamento colaborativo.



Ela busca mitigar um dos principais desafios enfrentados por investidores dessas plataformas – a falta de liquidez – como também promove uma maior robustez, atração e crescimento sustentável do mercado de crowdfunding, beneficiando investidores, empreendedores e a economia de modo geral. No entanto, é importante reconhecer que esses mercados não estão isentos de desafios e riscos.

A presença da CVM no cenário do financiamento coletivo proporciona maior confiança aos investidores, uma vez que eles têm a garantia de que as operações estão sujeitas a regulamentações rigorosas. Isso ajuda a mitigar os riscos associados ao investimento em projetos por meio de plataformas de crowdfunding, promovendo um ambiente mais seguro e transparente para todas as partes envolvidas. Além disso, ao estabelecer diretrizes claras e exigências para as plataformas através da resolução nº 88 e demais normas, a CVM contribui para o desenvolvimento sustentável desse mercado no Brasil.

A regulamentação da CVM também desempenha um papel importante na proteção dos interesses dos empreendedores. Ao definir as condições e os requisitos para a oferta de valores mobiliários por meio dessa modalidade, a CVM ajuda a garantir que as empresas possam acessar o financiamento de forma justa e transparente, sem comprometer sua integridade financeira ou legal.



Isso cria um ambiente mais favorável para o surgimento e o crescimento de novos empreendimentos no país, estimulando a inovação e o empreendedorismo. Finalmente, a presença ativa da CVM no desenvolvimento do financiamento coletivo pode contribuir para a expansão e a democratização do acesso ao mercado de capitais no Brasil.

Ao estabelecer regulamentações que permitem a captação de recursos e a liquidez por meio de plataformas de crowdfunding, a CVM abre novas oportunidades de investimento para uma ampla gama de investidores, incluindo aqueles que anteriormente não tinham acesso aos mercados financeiros tradicionais. Isso pode ajudar a reduzir as desigualdades de acesso ao capital e estimular o crescimento econômico de forma mais inclusiva e direta.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BRASIL. CVM. Resolução nº 88 de 28 de abril de 2022. 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 e revoga a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/reso1088.html>

BRASIL. Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.html](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.html)

DONELAS, José Carlos Assis. Empreendedorismo: transformando ideias em negócios. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

Onnée, Stéphane & Renault, Sophie. (2016). Crowdfunding: principles, trends and issues.

DIAS, Luciana Pires. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. 2005. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SUNDARAJAN, A. Economia compartilhada: o fim do emprego e a ascensão do capitalismo de multidão. São Paulo: Senac, 2019.



ARNALDO ESTEVES LIMA  
& BARBOSA MOREIRA  
ADVOGADOS E CONSULTORES