



**FACULDADE BAIANA DE DIREITO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**GABRIELA OLIVEIRA TANAJURA**

**OS INVESTIMENTOS REALIZADOS POR MEIO DE *EQUITY CROWDFUNDING* E SEUS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS**

Salvador  
2016

**GABRIELA OLIVEIRA TANAJURA**

**OS INVESTIMENTOS REALIZADOS POR MEIO DE *EQUITY CROWDFUNDING* E SEUS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Thiago Carvalho Borges

Salvador  
2016

## TERMO DE APROVAÇÃO

**GABRIELA OLIVEIRA TANAJURA**

### **OS INVESTIMENTOS REALIZADOS POR MEIO DE *EQUITY CROWDFUNDING* E SEUS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Salvador, \_\_\_\_/\_\_\_\_/ 2016

A  
Minhas amadas avós, pelo exemplo de  
força e resiliência.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e meus guias espirituais, pelas oportunidades que a mim foram concedidas.

Aos meus pais e meu irmão, por serem a razão de tudo que faço e tudo que sou.

À minha família, por ser meu alicerce e base da minha formação e crescimento.

À Daniela e Thiago Borges, pelo apoio, carinho e grata confiança.

À Maria Carolina, pela cumplicidade, por me ensinar o verdadeiro e puro significado da amizade, por estar ao meu lado em todos os momentos desta caminhada, por acreditar em mim sempre que duvidei, enfim, por tudo!

À Mima, com quem divido a casa e a vida, pelo convívio leve e pela paciência diária.

Aos amigos, pelas alegrias dos momentos compartilhados e pelos abraços nos momentos difíceis. Em especial, aos amigos que o direito me deu, Calmon, Saádia e Rafaela, por tornarem límpidos os dias mais escuros.

À equipe do Linhares & Advogados, pela oportunidade singular de aprendizagem e crescimento diário. A Patricia, em especial, pelos conselhos e incentivo constante.

Aos funcionários da biblioteca da Faculdade Baiana de Direito, pelo carinho e pela forma receptiva de todos os dias, que certamente serviram de suporte nessa trajetória.

Por fim, a todos que fizeram parte dessa conquista e, de alguma forma, contribuíram para este resultado.

“Dizem que a vida é para quem sabe viver, mas ninguém nasce pronto. A vida é para quem é corajoso o suficiente para se arriscar e humilde o bastante para aprender”.

Clarice Lispector

## RESUMO

O presente estudo tem por objeto a verificação da possível tributação dos investimentos realizados através do *equity crowdfunding*, modalidade de financiamento coletivo buscado por micro e pequenas empresas, ainda em estágio inicial. O *equity crowdfunding* deve, necessariamente, ocorrer por meio da rede mundial de computadores (*internet*), sendo gerenciado por uma plataforma especializada na intermediação deste tipo de negócio, que irá viabilizar a captação de recursos na empresa por parte de toda a coletividade que possuir interesse. A operacionalização destes investimentos poderá ocorrer na forma de contratos de dívida conversível, através de contratos de investimento coletivo ou através da constituição de uma Sociedade de Propósito Específico constituída unicamente com a finalidade de realizar o aporte do investimento desejado. Em que pese não haja legislação específica sobre a matéria, os empreendedores utilizam-se de uma série de normas exaradas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários para viabilizarem os investimentos. Em face a estas operações, resta saber qual a tributação incidente sobre tais investimentos, de modo que o presente trabalho se presta a estudar a possibilidade de incidência do imposto de renda (IR) e do imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre as mencionadas aplicações. Para isso, serão apontadas as premissas que constituem o Sistema Tributário Brasileiro para que se possa vislumbrar como ocorre o fenômeno da tributação no ordenamento pátrio. Assim, diante da apresentação da competência tributária, com análise dos conceitos de legalidade, tipicidade e os critérios formadores da regra matriz de incidência tributária, será possível vislumbrar se os atos praticados quando do investimento coletivo empresarial são aptos a compor a materialidade dos impostos estudados, fazendo nascer as obrigações tributárias.

**Palavras-chave:** financiamento coletivo; *crowdfunding*; *equity crowdfunding*; investimentos; tributação.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ADCT – Ato das Disposições Constitucionais Transitórias

art. – Artigo

CF – Constituição Federal

CIC – Contrato de Investimento Coletivo

CTN – Código Tributário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EPP – Empresa de Pequeno Porte

EUA – Estados Unidos da América

HI – Hipótese de Incidência

ICMS – Imposto sobre Circulação de Mercadoria e Serviços

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

IR – Imposto de Renda

IRPF – Imposto de Renda da Pessoa Física

IRPJ – Imposto de Renda da Pessoa Jurídica

IRRF – Imposto sobre a Renda Retido na Fonte

Ltda. – Limitada

ME – Microempresa

S/A – Sociedade Anônima

SDM – Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

SPE – Sociedade de Propósito Específico

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	10
<b>2 FINANCIAMENTO COLETIVO (“<i>CROWDFUNDING</i>”)</b>	13
2.1 BREVE HISTÓRICO	13
2.2 PANORAMA DO <i>CROWDFUNDING</i> NO BRASIL	19
2.3 CARACTERÍSTICAS E MODALIDADES	21
<b>3 O <i>EQUITY CROWDFUNDING</i></b>	27
3.1 O <i>EQUITY CROWDFUNDING</i> NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	29
<b>3.1.1 Da competência da comissão de valores mobiliários e da abrangência do conceito de valor mobiliário</b>	30
<b>3.1.2 Da aplicabilidade da instrução CVM 400 e o regime de dispensas de registro</b>	40
3.2 DA OPERACIONALIZAÇÃO DO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i>	45
<b>3.2.1 Do aporte através da oferta pública de contratos de dívida conversível</b>	45
<b>3.2.2 Do aporte através de contrato de investimento coletivo</b>	49
<b>3.2.3 Do aporte através da constituição de uma sociedade de propósito específico</b>	51
<b>4 O SISTEMA TRIBUTÁRIO BRASILEIRO</b>	55
4.1 DA COMPETÊNCIA TRIBUTÁRIA	59
4.2 DA LEGALIDADE E TIPICIDADE TRIBUTÁRIA	64
4.3 DA NORMA TRIBUTÁRIA E A HIPÓTESE DE INCIDÊNCIA	68
<b>4.3.1 Aspecto material</b>	69

<b>4.3.2 Aspecto espacial</b>	71
<b>4.3.3 Aspecto temporal</b>	71
<b>4.3.4 Aspecto pessoal</b>	72
<b>4.3.5 Aspecto quantitativo</b>	73
<b>5 OS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS DOS INVESTIMENTOS REALIZADOS POR MEIO DO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i></b>	75
5.1 DO IMPOSTO DE RENDA E PROVENTOS DE QUALQUER NATUREZA (IR)	75
<b>5.1.1 Considerações sobre o Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) e o <i>equity crowdfunding</i></b>	86
<b>5.1.2 Considerações sobre o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e o <i>equity crowdfunding</i></b>	92
5.2 DO IMPOSTO SOBRE OPERAÇÕES DE CRÉDITO, CÂMBIO, SEGURO OU RELATIVAS A TÍTULOS OU VALORES MOBILIÁRIOS (IOF)	93
<b>5.2.1 Considerações sobre o Imposto sobre Operações Financeiras e o <i>equity crowdfunding</i></b>	102
<b>6 CONCLUSÃO</b>	104
<b>REFERÊNCIAS</b>	108



## 1 INTRODUÇÃO

O rápido avanço tecnológico propulsionado pela Internet e sua decorrente revolução digital tem gerado transformações nos mais diversos setores da sociedade, dando origem a nova ordem econômica e social mundial. É neste âmbito que nasce a “economia colaborativa” ou “economia compartilhada” que deu origem a prática denominada de *crowdfunding* ou financiamento coletivo.

Nesse sentido, o *crowdfunding* é uma das ferramentas que a rede colocou a serviço do empreendedor, para que este consiga angariar os fundos necessários à criação e desenvolvimento do seu projeto, seja ele com fins filantrópicos, negociais, tecnológicos, culturais ou pessoais.

O presente trabalho, por sua vez, faz um estudo sobre o *equity crowdfunding*, modalidade de financiamento coletivo que tem como finalidade propiciar o investimento em micro e pequenas empresas, notadamente as *startups*. Esta é a modalidade que, em linhas gerais, apresenta o maior potencial para a circulação de capitais, geração de emprego e desenvolvimento socioeconômico, de forma que, pela presença de tais características, foi escolhida como objeto de análise.

Especificamente, trata-se, aqui, da possível tributação incidente sobre os investimentos viabilizados por *equity crowdfunding*, com a análise voltada à verificação da incidência do Imposto de Renda (IR) e do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), haja vista que estas são as exações habitualmente exigíveis no âmbito da tributação dos investimentos assemelhados aos aqui estudados.

A escolha do tema foi baseada na crescente difusão do *equity crowdfunding*, inclusive sua força enquanto recurso de desenvolvimento e aquecimento da economia, comprovada com exemplos de âmbito internacional, sendo inegável a relevância jurídica do estudo desta forma de obtenção de recursos.

Neste cenário, a análise da tributação incidente é importante não só como forma de garantir arrecadação do Estado, mas como forma de atestar a segurança jurídica das relações plurilaterais que compõem a estrutura do financiamento coletivo. Assim sendo, a existência de regulação, bem como o conhecimento prévio acerca da tributação destes investimentos, serve de blindagem aos agentes desta relação jurídica, diante de um país extremamente legalista, comprovando-se a licitude de

todas as etapas que permeiam este vínculo. Destarte, é necessário verificar se a atual legislação tributária confere os meios suficientes a tributar o investimento em *equity crowdfunding*.

Nesse sentido, após as definições pertinentes acerca do financiamento coletivo, estudadas no segundo capítulo, far-se-á uma análise da estruturação do *equity crowdfunding*, partindo da apuração dos casos já existentes no Brasil. Ademais, serão observados o conceito de valor mobiliário e a pertinência do enquadramento das operações realizadas no âmbito do financiamento coletivo nesta espécie. Por conseguinte, será analisada a viabilidade da aplicação das disposições regulamentares disciplinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Em seguida, serão estudadas as três configurações mais utilizadas pelos investidores para se valerem do aporte de recursos através do *equity crowdfunding*, bem como o enquadramento jurídico adequado a cada um deles.

Assim, tendo em vista que as operações de investimento podem ser realizadas através de títulos de dívidas conversíveis, contratos de investimento coletivo e por meio da criação de uma Sociedade de Propósito Específico e, uma vez elucidados os elementos característicos de cada uma destas operações, passar-se-á, pois, ao estudo da possível tributação destes investimentos.

Todavia, nota-se que não é possível falar em tributação sem antes estabelecer as premissas básicas do Sistema Tributário Brasileiro, de forma que seja possível vislumbrar como o fenômeno da tributação ocorre no ordenamento jurídico brasileiro e os limites impostos ao legislador quando da criação das exações tributárias vigentes.

Por este motivo, será feita a análise da competência tributária, da estrutura da norma tributária e da composição da hipótese de incidência, integrada por cinco critérios estruturantes, haja vista que só haverá a subsunção do fato a norma, nascendo a obrigação tributária, se o fato praticado se encaixar perfeitamente na descrição normativa disciplinada em lei.

Dito isto, verificar-se-á se o ato de realizar os mencionados investimentos adequa-se à materialidade das exações tributárias vigentes no ordenamento jurídico brasileiro, fazendo nascer a obrigação de pagar referente tributo.

Por fim, o último capítulo ocupa-se em averiguar a composição da regra-matriz de incidência do Imposto de Renda, com desdobramentos para o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e Pessoa Física, e do Imposto sobre Operações Financeiras, para que se possa verificar se existe, especificamente, a possibilidade de incidência de tais impostos sobre os investimentos realizados no âmbito do *equity crowdfunding*.

## 2 FINANCIAMENTO COLETIVO (“*CROWDFUNDING*”)

O financiamento coletivo, financiamento colaborativo ou *crowdfunding*, nos termos do artigo 2º da Lei nº 102, de 24 de agosto de 2015<sup>1</sup>, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários Portuguesa, é o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrônicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.

O termo *crowdfunding* surge da combinação da expressão “*crowd*”, que significa multidão, e “*funding*”, que quer dizer financiamento. O *crowdfunding* é, portanto, uma forma de captação de recursos para determinado projeto, através de uma plataforma virtual, contando com a colaboração de uma gama de indivíduos.

### 2.1 BREVE HISTÓRICO

O conceito do *crowdfunding* tem sua origem intrinsecamente relacionada ao do *crowdsourcing*, uma forma de desenvolver soluções e resolver problemas de forma coletiva usando os recursos da internet para aproximar pessoas que, fisicamente distantes, podem atuar em conjunto, conforme explica César Steffen.<sup>2</sup>

Tal conceito adequa-se ao novo modelo de produção, baseado nas ideias de comunidade, colaboração e auto-organização, que reflete um comportamento social onde as pessoas passam a colaborar diretamente na produção daquilo que é consumido, conforme elucidado por Don Tapscott e Antony D. Willians:

Devido às profundas mudanças em tecnologia, demografia, negócios, na economia e no mundo, estamos entrando em uma nova era, na qual as pessoas participam da economia como nunca antes. Essa nova participação atingiu um ápice no qual novas formas de colaboração em massa estão mudando a maneira como bens e serviços são inventados, produzidos, comercializados e distribuídos globalmente. Essa mudança apresenta

---

<sup>1</sup> PORTUGAL. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. **Lei 102**, de 24 de agosto de 2015. Regime jurídico do financiamento coletivo. Disponível em: <[http://www.cmvvm.pt/pt/CMVM/branqueamento/Documents/Lei%20102\\_2015\\_crowdfunding.pdf](http://www.cmvvm.pt/pt/CMVM/branqueamento/Documents/Lei%20102_2015_crowdfunding.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2016.

<sup>2</sup> STEFFEN, César. Meios digitais participativos e economia criativa: uma exploração das plataformas brasileiras de *crowdfunding*. **Intexto**. Porto Alegre: UFRGS, v. 32, jan/abr. 2015, p. 161.

oportunidades de longo alcance para todas as empresas e pessoas que se conectam.<sup>3</sup>

Nesse sentido, Jeff Howe<sup>4</sup>, primeiro autor ao abordar o tema, afirma que *crowdsourcing* ocorre quando uma empresa com fins lucrativos terceiriza tarefas específicas, por meio da internet, para a fabricação ou a venda de seu produto ao público geral. Em um projeto de *crowdsourcing*, a multidão é o grupo de usuários da internet que participam de um processo de resolução de problemas ao oferecer soluções, enfatizando a importância da coletividade para o desenvolvimento corporativo.

Mônica de Carvalho Penido Monteiro elucida que, conforme argumentação de Daren C. Brabham, o *crowdsourcing* é um modelo estratégico para atrair um grupo de indivíduos motivado e interessado, capaz de apresentar soluções superiores em qualidade e quantidade às identificadas pelas empresas. Isso ocorre na forma de um convite aberto que procura incentivar os indivíduos a fazerem, de graça ou por muito menos do que aquela informação vale para a empresa, uma colaboração (voluntária) para o processo de produção da mesma. Todo o processo acontece virtualmente, por meio da *internet*. Uma forma que possibilita a direta utilização do trabalho do consumidor para propósitos comerciais. Assim, a criação de valor é transformada de um processo dominado pela empresa para um processo de coprodução envolvendo a participação ativa de consumidores e outros usuários da internet.<sup>5</sup>

Sob outra perspectiva, Enrique Estellés-Arollas e Fernando González enfatizam o mútuo benefício que decorre de tal colaboração (seja para os colaboradores ou solicitantes), definindo o *crowdsourcing* da seguinte forma<sup>6</sup>:

Crowdsourcing is a type of participative online activity in which an individual, an institution, a non-profit organization, or company proposes to a group of individuals of varying knowledge, heterogeneity, and number, via a flexible open call, the voluntary undertaking of a task. The undertaking of the task, of variable complexity and modularity, and in which the crowd should

<sup>3</sup> TAPSCOTT, Don; WILLIAMS, Antony D. **Wikinomics: como a colaboração em massa pode mudar o seu negócio**. Traduzido por Marcello Lino. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007. P.18.

<sup>4</sup> HOWE, Jeff. **Crowdsourcing. Why the Power of the Crowd is Driving Future of Business**. New York: Three Rivers Press, 2008.

<sup>5</sup> MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 20.

<sup>6</sup> ESTELLÉS-AROLAS, Enrique; GONZÁLEZ-LADRÓN-DE-GUEVARA, Fernando. **Towards an integrated crowdsourcing definition**. Journal of Information Science, 2012. p.9.

participate bringing their work, money, knowledge and/or experience, always entails mutual benefit.<sup>7</sup>

Em suma, como destacado por Mônica Monteiro<sup>8</sup>, o *crowdsourcing* ocorre quando uma empresa publica um problema *online*, em que um grande número de pessoas oferece soluções para esse problema, por conseguinte a empresa oferece uma recompensa para a melhor ideia e, por fim, produz o projeto proposto em grande escala para seu próprio ganho.

Os indivíduos geralmente colaboram para projetos por pouca ou nenhuma remuneração, já que as pessoas no *crowdsourcing* são motivadas também pelo desejo de beneficiar uma comunidade, de fazer o bem, pelo prazer de praticar um ofício em que se destacam e para poder compartilhar o que conhecem com outras pessoas. De acordo com Jeff Howe<sup>9</sup>, no contexto de *crowdsourcing*, a colaboração funciona como uma recompensa.

Entende-se que, entre as principais motivações para o funcionamento deste modelo, estão o desejo dos participantes de serem, mesmo que em parte, responsáveis pelo sucesso de iniciativas de outros indivíduos, o desejo de participação social, de se sentirem parte de uma iniciativa social, ou o interesse pelo retorno ligado à participação no projeto, como presentes e ingressos. Ainda, cada participante atua como promotor das ações, divulgando informações sobre os projetos que apoiam em suas comunidades *online*.

O *crowdfunding* é, por sua vez, a vertente financeira desta tendência social e de mercado transversal, configurando-se como um meio apto a possibilitar o financiamento de projetos das mais diversas finalidades.

Joachim Hemer<sup>10</sup>, por sua vez, caracteriza a relação entre os mencionados conceitos da seguinte maneira:

---

<sup>7</sup> TRADUÇÃO LIVRE: Crowdsourcing (colaboração coletiva) é um tipo de atividade online participativa na qual um indivíduo, uma instituição, uma organização sem fins lucrativos ou uma companhia propõe, por meio de uma proposta *aberta* informal, a resolução voluntária de um problema a um grupo de indivíduos de variável nível de conhecimento, heterogeneidade e número. A aceitação desta tarefa, que varia em complexidade e modularidade, e para a qual o coletivo deve participar fornecendo trabalho, dinheiro, conhecimento ou experiência, sempre deve implicar benefício mútuo.

<sup>8</sup> MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 21 - 23.

<sup>9</sup> HOWE, Jeff. **Crowdsourcing. Why the Power of the Crowd is Driving Future of Business**. New York: Three Rivers Press, 2008.

<sup>10</sup> HEMMER, Joachim. **A Snapshot on Crowdfunding**. Working Papers Firms and Region, n. R2/2011. p. 8.

The term "crowdfunding" is derived from the better known term "crowdsourcing", which describes the process of outsourcing tasks to a large, often anonymous number of individuals, a "crowd of people" (here: the Internet community) and drawing on their assets, resources, knowledge or expertise. In the case of crowdfunding, the objective is to obtain money.<sup>11</sup>

Nas palavras de Steinberg, o *crowdfunding* é definido como o processo de utilizar as redes digitais para pedir doações ao público em geral, de forma a viabilizar novos empreendimentos.<sup>12</sup>

Ainda, conforme leciona Ary Oswaldo Mattos Filho o *crowdfunding* é

um método razoavelmente novo na busca de capitais com terceiros, com a finalidade de financiar com o dinheiro arrecadado novos empreendimentos, de sorte a permitir que seu fundador possa iniciar a atividade que se propõe. Os recursos arrecadados podem ser aplicados em investimentos que se objetivam sejam lucrativos, mas também podem se destinar ao financiamento de atividades artísticas, políticas ou de benemerência.<sup>13</sup>

Conforme explanado por Michel Nicolau Netto<sup>14</sup>, a definição do *crowdfunding* é pouco precisa, caracterizando-se essencialmente como um meio, uma ferramenta que serve para projetos bastante diversos e que se realiza em plataformas que adotam modos de operação distintos.

Embora operacionalizados de formas distintas, pode-se dizer que o definidor comum do *crowdfunding* é o seu espaço de operação. Nesse sentido, Netto afirma que muito embora os projetos propostos nestas plataformas possam não ter qualquer relação com a internet (pode ser a realização de um show ou o desenvolvimento do design de um relógio), as plataformas operam apenas *online*, como já demonstrado anteriormente, o que significa que as propostas de projetos são acessíveis na rede, assim como os aportes financeiros de um apoiador são também limitadas a este meio.

---

<sup>11</sup> TRADUÇÃO LIVRE: O termo "crowdfunding" (financiamento coletivo) é derivado do termo mais conhecido "crowdsourcing" (colaboração coletiva), que descreve o processo de terceirização de tarefas para um grande número de indivíduos, comumente anônimos, se utilizando de suas habilidades, recursos, conhecimento e experiência. É a terceirização para uma multidão (que aqui se trata da comunidade internauta). No caso do financiamento coletivo, o objetivo é a obtenção de capital.

<sup>12</sup> STEINBERG, Scott. *The crowdfunding bible: how to raise money for any startup, video game, or project*. Read.me, 2012. Disponível em: <<http://www.crowdfundingguides.com/The%20Crowdfunding%20Bible.pdf>>. Acesso em: 15 de out. 2016. p.2.

<sup>13</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. São Paulo: Editora FGV, 2015. p. 310.

<sup>14</sup> NETTO, Michel Nicolau. *Crowdfunding e a agência da multidão*. Disponível em: <<http://www.overmundo.com.br/banco/crowdfunding-e-a-agencia-da-multidao>> Acesso em: 15 de out. de 2016.

Steffen<sup>15</sup> elucida que financiamento coletivo é fruto da era das redes digitais de interação e da “inteligência coletiva”, que possibilita a aproximação e interação entre pessoas com um objetivo ou causa comum que podem agir em sinergia.

Neste sentido, é notório observar que é a partir da utilização da internet com base nas ferramentas da “Web 2.0”, é que foi possível a disseminação e fortalecimento do instituto do *crowdsourcing*, e conseqüentemente do *crowdfunding*. Conforme Leilani Dian Mendes<sup>16</sup>, expressão “Web 2.0” está relacionada aos novos aplicativos disponibilizados na internet que, a partir de 2004, permitiram que os usuários utilizassem ferramentas interativas e colaborativas, tornando-se usuários-geradores de conteúdo.

Ademais, cumpre notar que o modo de mobilização para tais financiamentos é essencialmente *online*, através das redes sociais. Assim, de forma indireta, o *crowdfunding* funciona como um recurso de *marketing* de mercado, de forma que auxilia os empresários a testar a popularidade do seu produto ou serviço ao passo que o financiam.

A espécie de projeto e a sua finalidade serão definidores da modalidade<sup>17</sup> de *crowdfunding* a ser utilizada, bem como as regras que deverão ser obedecidas para que a colaboração seja efetivada e qual o tipo de contraprestação, se existente, terá direito o colaborador.

Este instrumento tem por objetivo a arrecadação de dinheiro para concretizar um determinado projeto, no qual cada indivíduo fornecerá uma quantia pequena do total desejado. Assim, ao invés de arrecadar os recursos de um grupo muito pequeno de investidores sofisticados, tais como bancos, investidores anjos, *venture capital* ou *private equity*, o intuito é que várias pessoas contribuam com o valor que podem para viabilizar algo que não seria possível individualmente.

---

<sup>15</sup> STEFFEN, César. Meios digitais participativos e economia criativa: uma exploração das plataformas brasileiras de *crowdfunding*. *Intexto*. Porto Alegre: UFRGS, v. 32, jan/abr. 2015, p. 161.

<sup>16</sup> MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil**: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil. 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. p. 33.

<sup>17</sup> As modalidades de financiamento coletivo serão explanadas, oportunamente, em momento posterior.

É o que Tapscott e Willians denominam de "armas de colaboração em massa"<sup>18</sup>, configurando-se como novas infra-estruturas colaborativas de baixo custo, que permitem que milhares de indivíduos e pequenos produtores criem conjuntamente produtos, acessem mercados e encantem os clientes de uma maneira que apenas as grandes empresas podiam fazer no passado, de forma que está fazendo surgir novas capacidades colaborativas e modelos de negócios que darão poder às empresas bem preparadas e destruirão aquelas que não forem capazes de se adaptar.

A arrecadação de fundos de muitos indivíduos para financiar uma causa/projeto, por meio da *internet*, não é uma novidade tão recente. Mônica Monteiro<sup>19</sup>, utilizando-se dos ensinamentos de Howe, elucida que a arrecadação de financiamentos via *internet* já vem sendo desempenhada desde 2000 para campanhas políticas nos Estados Unidos. O fenômeno se consolidou em 2008, na campanha de Barack Obama para a presidência do país, quando cerca de US\$ 272 milhões (duzentos e setenta e dois milhões de dólares) foram arrecadados de mais de dois milhões de doadores por meio de pequenas quantias.

Hemmer<sup>20</sup>, por sua vez, indica que o primeiro financiamento ocorreu em 1997, onde fãs da banda de rock britânico, *Marillion*, financiaram a turnê do grupo nos EUA, levantando aproximadamente R\$ 60.000 (sessenta mil reais) em doações por meio de uma campanha de Internet.

Entretanto, a primeira experiência de arrecadação de dinheiro via plataforma específica ocorreu em 2006, através do *site* europeu "*Sellaband*"<sup>21</sup>, conforme levantamento realizado por Flávia Cocate.

A primeira experiência de *crowdfunding* na web aconteceu em 2006 com o *site* europeu *Sellaband* que arrecada, ainda hoje, financiamentos para iniciativas musicais. Mas foi em 2009 que surgiu o *site* de maior expressão, voltado para a promoção de diversas manifestações artísticas, não atreladas somente à música: o norte-americano *Kickstarter*, "no qual donos de projetos exibem a sua idéia, colocam a quantia necessária e o prazo

---

<sup>18</sup> TAPSCOTT, Don; WILLIANS, Antony D. **Wikinomics: como a colaboração em massa pode mudar o seu negócio**. Traduzido por Marcello Lino. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007. p.19.

<sup>19</sup> MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 34.

<sup>20</sup> HEMMER, Joachim. **A Snapshot on Crowdfunding**. Working Papers Firms and Region, n. R2/2011. p. 1.

<sup>21</sup> O *site* encerrou sua atividade no primeiro semestre de 2016.

para concretizá-la, e, se o objetivo for atingido, oferecem recompensas (um CD, um show, um jantar) aos doadores” (Roncolato, 2011:2).<sup>22</sup>

Em consonância ao exposto, Mattos e Rezetti<sup>23</sup> ilustram que este modelo de financiamento se deu inicialmente em empreendimentos artísticos: algum artista tentava financiar determinado projeto próprio e pedia recursos ao público. Tal operação, por sua vez, é realizada por meio de uma plataforma *online*, que intermedeia essa relação em troca de um percentual do total arrecadado pelo projeto. O capital levantado, por seu turno, poderia se dar a título gratuito (uma efetiva doação a quem se interessasse pelo projeto) ou então poderia haver alguma contrapartida – como, por exemplo, o recebimento, por quem cedeu dinheiro ao financiamento, de uma cópia do CD depois do lançamento, caso o projeto tenha arrecadado o volume necessário.

Em pesquisa realizada recentemente pela empresa norte-americana “*Massolution*”, constatou-se que a indústria do *crowdfunding* arrecadou US\$ 16.2 bilhões no mundo todo em 2014, demonstrando um aumento de 167% em relação ao ano de 2013 quando projetos financiados pelo público geraram US\$ 6.1 bilhões. No ano de 2015, o valor de arrecadação duplicou, chegando a cerca US\$ 34.4 bilhões ao final do ano.<sup>24</sup>

## 2.2 PANORAMA DO CROWDFUNDING NO BRASIL

Seguindo a tendência mundial, o *crowdfunding* tem crescido no Brasil, aproveitando o modelo e tendência norte-americana, e acompanhando o crescimento deste novo formato de colaboração entre as pessoas.

O *crowdfunding* se estabeleceu no Brasil em 2011 através de plataformas como *Catarse*, *Queremos!*, *Benfeitoria* e o *Vakinha*, que já existia, mas não se entendia como tal, haja vista que já operava antes mesmo do termo “*crowdfunding*” ser

---

<sup>22</sup> COCATE, Flávia., JÚNIOR, Carlos Pernisa. **Crowdfunding: estudo sobre o fenômeno virtual**. Líbero: São Paulo, v.15, n. 29, Jun de 2012, p. 134.

<sup>23</sup> MATTOS, Eduardo da Silva; REZETTI, Bruno Polonio. *Equity crowdfunding* no Brasil? Primeiras considerações sobre realidade econômica e disciplina jurídica. **Revista de Direito Empresarial**. Belo Horizonte: Fórum, ano 13, n. 2, maio/ago, 2016. p.164.

<sup>24</sup> Disponível em: <<http://meufinanciamentocoletivo.com.br/mercado/infografico-crowdfunding-mundo/>>. Acesso em: 14 de out. de 2016.

cunhado globalmente. De fato, tal como ilustrado por Melanie Giacobbo Riffel<sup>25</sup>, levantamentos apontam que, no Brasil, os sites *Queremos!* e *Vakinha* podem ser considerados os primeiros registros de iniciativas semelhantes ao *crowdfunding* que conhecemos hoje, com a arrecadação de fundos para a realização de concertos musicais e compras de produtos.

Contudo, apesar do crescimento do *crowdfunding* no Brasil estar alinhando ao rápido crescimento do mercado mundial, no país o mercado de *crowdfunding* difere do resto do mundo referente aos tipos de projetos, posto que diante dos entraves concernentes à legislação brasileira, os projetos no país têm um maior foco em ações culturais e beneficentes<sup>26</sup>.

Nesse aspecto, enquanto em outros países o chamado financiamento colaborativo pela internet se firma como uma alternativa viável aos fundos de capital e a outros instrumentos de crédito que viabilizam investimentos, no Brasil as iniciativas de *crowdfunding* avançam a passos lentos. No entanto, o diretor de pesquisas da consultoria *Massolution*, Kevin Kartaszewicz-Greel, tem uma visão otimista para o Brasil e a América Latina, haja vista que possuem elevadas taxas de adaptação ao comércio eletrônico, que é essencial para este tipo de atividade, como visto<sup>27</sup>.

Segundo Monteiro<sup>28</sup>, o modelo mais praticado no Brasil é o baseado em recompensas (*reward based*). Nesse modelo, pessoas precisando de dinheiro para concretizar um projeto, apresentam sua ideia em um site especializado na internet (as plataformas de *crowdfunding*) e oferecem recompensas para as pessoas que decidem contribuir com o seu projeto. As plataformas funcionam como um centralizador, um ponto de encontro entre donos de projetos e apoiadores, facilitando as transações financeiras, auxiliando na apresentação dos projetos e cuidando para que os interesses de ambas as partes, idealizadores e investidores,

---

<sup>25</sup> RIFFEL, Melanie Giacobbo. **Crowdfunding: de modismo a novo instrumento financeiro**. Brasil. 2016. Dissertação. Orientador: Prof. Istvan Karoly Kasznar. (Mestrado em Administração). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p.28.

<sup>26</sup> ASSIS, Nádia. **Crowdfunding ainda é muito associado ao assistencialismo**. Disponível em: <[http://diariodocomercio.com.br/noticia.php?tit=crowdfunding\\_ainda\\_e\\_muito\\_associado\\_ao\\_assistencialismo&id=134623](http://diariodocomercio.com.br/noticia.php?tit=crowdfunding_ainda_e_muito_associado_ao_assistencialismo&id=134623)>. Acesso em: 08 de out. 2016.

<sup>27</sup> DIAS, T. M. **Rede de Incentivo**. O Estado de São Paulo, 14/05/2013. Disponível em: <<http://cultura.estadao.com.br/noticias/geral,rede-de-incentivo-imp-,1031569>>. Acesso em: 22/06/2016.

<sup>28</sup> MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 10.

sejam preservados. Recompensas atrativas são oferecidas em troca do apoio financeiro.

### 2.3 CARACTERÍSTICAS E MODALIDADES

Dado o crescimento acelerado do *crowdfunding* no cenário nacional e internacional, é importante compreender como é operacionalizado esse tipo de captação de recursos a partir da descrição da atuação dos seus principais atores: plataforma *online* (a organização ou plataforma que reúne as partes para lançar a ideia), empreendedores (que propõem a ideia ou projeto a ser financiado), e apoiadores (indivíduos ou grupos que apoiam o projeto).

Como dito, nas plataformas de *crowdfunding*, pessoas ou grupos interessados em desenvolver determinados projetos os propõem e divulgam, buscando através da rede digital o apoio financeiro para a sua viabilização num determinado espaço de tempo. Assim, ressalta-se que a campanha, depois de ser disponibilizada e iniciada na página da plataforma *online*, possui um prazo de duração, o qual varia de acordo com a prévia estipulação da intermediadora.

Dessa forma, faz-se a apresentação de uma ideia (*pitch*/material publicitário), geralmente em formato vídeo, e publica-se numa plataforma *online* especializada, também conhecida como empresa de *funding* ou intermediadora, que se encarrega da difusão. O *pitch* deverá conter todas as informações necessárias para que os apoiadores possam compreender de maneira simples e sucinta os objetivos do projeto a ser viabilizado.

Conforme exposto por Mendes<sup>29</sup>, as plataformas *online* de *crowdfunding* desempenham o papel de intermediação entre os empreendedores que objetivam promover suas campanhas e os respectivos apoiadores no âmbito da captação de recursos via financiamento coletivo. Todavia, as atividades realizadas pelas plataformas *online* variam de acordo com as modalidades de *crowdfunding* e conforme as diretrizes e os objetivos estabelecidos por cada plataforma.

---

<sup>29</sup> MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil.** 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. p. 37-38.

São empresas de *funding* que fornecem a maior parte da estrutura virtual para que as campanhas possam ser realizadas, promovendo a disponibilização de páginas para as campanhas a serem realizadas na internet, análise de dados e monitoramento das campanhas e a disponibilização de tutoriais antes e durante a campanha, instruindo e auxiliando os empreendedores e apoiadores, bem como a facilitação de transação de recursos entre empreendedores e apoiadores, uma vez que podem manter parcerias com sistemas de pagamento *online*, como bem ilustrado por Monteiro<sup>30</sup>.

Hemmer<sup>31</sup> destaca, ainda, que de forma complementar, algumas intermediadoras costumam oferecer serviços adicionais à facilitação para captação recursos, confira-se:

But some platforms make greater efforts and give advice, organise public relations, make arrangements with micro-payment providers etc. Sometimes they offer other value added services beyond the sheer facilitation of funding (e.g. due diligence, consulting, managing a co-investment fund, search for co-investors, etc.).<sup>32</sup>

Neste cenário, nota-se que as plataformas *online* gerem, de maneira profissional, a organização e estruturação de um ambiente virtual para que a negociação entre empreendedores e apoiadores seja concretizada. Assim, o acesso de apoiadores é possível a partir da realização de um simples cadastro prévio e gratuito, com posterior disponibilização automática dos projetos abertos ao patrocínio que são postos à sua disposição.

Os empreendedores, por sua vez, enviam solicitações para que seus projetos possam fazer parte da gama de ofertas disponibilizadas em determinada plataforma *online*. Nesse sentido, algumas plataformas realizam uma avaliação prévia do projeto enviado, com fins de apurar a viabilidade do mesmo, bem como a sua adequação às diretrizes criativas propostas por tal empresa de *funding*.

---

<sup>30</sup> MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 29.

<sup>31</sup> HEMMER, Joachim. **A Snapshot on Crowdfunding**. Working Papers Firms and Region, n. R2/2011. p. 10.

<sup>32</sup> TRADUÇÃO LIVRE: Mas algumas plataformas fazem esforços ainda maiores e fornecem conselhos, organizam relações públicas e fazem acordos com fornecedores de micro-transações, etc. Em alguns casos, elas oferecem outros serviços com valor agregado além da simples facilitação de financiamento (ex: diligências devidas, consultoria, gerenciamento de fundo de co-investimento, busca por co-investidores, etc).

Conforme estabelecido anteriormente pela intermediadora, a campanha para captação de recursos pode assumir dois modelos “*all-or-nothing*” (“tudo ou nada”) ou “*keep-it-all*” (“fique com tudo”). Tais modelos são sintetizados por Mendes<sup>33</sup> da seguinte forma:

O modelo “tudo ou nada”, como a própria tradução diz, consiste na situação em que, finalizado o prazo de duração da campanha, o empreendedor necessariamente precisa ter atingido a meta informada aos apoiadores para que possa receber o valor arrecadado. Caso não alcance o valor estipulado, não receberá nenhum valor, sendo este efetivamente arrecadado no âmbito da campanha devolvido aos apoiadores. O modelo “fique com tudo”, como a própria tradução denota, trata da situação em que, finalizado o prazo de duração da campanha, o empreendedor receberá todos os valores arrecadados, mesmo que não tenha efetivamente alcançado a meta estabelecida na campanha (CUMMING; LEBOEUF; SCHWIENBACHER, 2015, p. 3).

Por conseguinte, uma vez findada a campanha e o empreendedor tenha obtido o sucesso na captação do capital desejado, este é o único responsável pela entrega das contrapartidas, se existentes, de tal forma que a intermediadora continua a ser tão-somente o meio de contato entre os empreendedores e apoiadores.

Os empreendedores, por sua vez, podem ser pessoas físicas ou jurídicas, que necessitam realizar campanhas para captação de recursos para determinado projeto por meio de financiamento coletivo, através das plataformas específicas.

Contudo, tendo em vista que existem diversas modalidades de financiamento colaborativo, determinados empreendedores podem se utilizar destas campanhas para objetivos outros que não o próprio financiamento (aporte de capital), tal como uma estratégia de *marketing* ou mesmo uma forma de apurar a aceitabilidade de determinado projeto por parte da sociedade, de forma a se analisar rentabilidade de determinado produto, como explanado por Ethan Mollick.<sup>34</sup>

Nesse sentido, Mendes<sup>35</sup> destaca como exemplo a campanha de *crowdfunding* realizada na plataforma *online Kickstarter* para a produção e fabricação do relógio *Pebble*, uma das mais famosas desta plataforma *online*. Em tal caso, a partir do

---

<sup>33</sup> MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowdinvesting no Brasil**: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil. 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. p. 39.

<sup>34</sup> MOLLICK, Ethan. *The dynamics of Crowdfunding*. **Journal of Business Venturing**, 2014, v.29. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2088298](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298)>. Acesso em: 16 out. 2016.

<sup>35</sup> MENDES, Leilani Dian. *Op cit, loc cit*.

grande volume de dinheiro arrecadado na campanha, foi possível verificar a aceitação do relógio pelo público, indicando a criação de um novo mercado para o produto.

Ademais, a comprovação de um mercado viável para a produção do relógio *Pebble* sinalizou o sucesso do produto, estimulando que alternativas de financiamentos apostassem no desenvolvimento e fabricação do produto. É importante ressaltar que, antes de solicitar a captação de recursos via *crowdfunding* na plataforma *online* Kickstarter, os criadores do produto tentaram obter financiamento junto a uma empresa de *venture capital* e não tiveram sucesso. Todavia, com o sucesso da captação via *crowdfunding* na plataforma *online* Kickstarter, posteriormente os criadores conseguiram um financiamento de \$15 milhões de uma *venture capital*, demonstrando a potencialidade do *crowdfunding* em estimular a obtenção de outros tipos de financiamento. Não obstante, a campanha possibilitou ainda o amplo *marketing* do produto, fazendo com que outras empresas, ao verificarem o grande volume de procura pelo produto, desenvolvessem itens acessórios para o relógio *Pebble*.<sup>36</sup>

Por fim, nota-se que os apoiadores de campanhas desempenham um papel fundamental no âmbito da captação de recursos via *crowdfunding*, que é justamente o fornecimento dos recursos para que sejam viabilizados os projetos disponibilizados no âmbito da campanha nas plataformas *online*.

Mendes<sup>37</sup> salienta a existência de alguns estudos dedicados à investigação acerca dos motivos que levam os apoiadores a investir em campanhas de *crowdfunding*. Os diversos incentivos variam de acordo com a modalidade de financiamento em questão, destacando-se três deles: retorno social, retorno material e retorno financeiro.

Assim sendo, uma vez que o instituto do *crowdfunding* é relativamente novo, suas modalidades permanecem em constante variação, no tempo e espaço, haja vista que se busca o aperfeiçoamento das técnicas utilizadas, a fim de que seja alcançado um modelo seguro e adequado que possa ser utilizado mundo afora.

---

<sup>36</sup> MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowinvesting no Brasil**: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil. 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. p. 39.

<sup>37</sup> *Ibidem*. p. 42.

Nesse sentido, cabe mencionar as modalidades mais difundidas no âmbito internacional, quais sejam: i) o baseado em doações (*donation based*); ii) o baseado em recompensas (*reward based*); iii) com base em empréstimos (*lending based*); iv) financiamento de micro e pequenas empresas (*equity based*).

A modalidade de *crowdfunding* baseada em doações é uma das mais comuns, caso em que os colaboradores doam recursos sem nenhuma expectativa de receberem nada em troca – nem mesmo o reembolso da quantia doada, tendo a satisfação em ajudar uma causa como principal motivação.

O *crowdfunding* baseado em recompensa é aquele baseado em brindes, recompensas ou pré-venda de produtos (muitas vezes um protótipo) ou de serviços. Esse tipo de colaboração oferece um retorno que tampouco possui natureza financeira. A intenção do colaborador é adquirir o produto resultante do projeto financiado e, portanto, a contraprestação a que ele fará jus consiste exatamente nesse produto, conforme disposto no Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2016, da Comissão de Valores Mobiliários. (Exemplos comuns são álbuns, livros ou outras obras autorais. Em geral, os produtos são inovadores ou até únicos e são adquiridos por um valor inferior a seu preço futuro de venda.)

Já no *crowdfunding* baseado em empréstimos os investidores recebem um instrumento de dívida, que paga uma taxa fixa de juros e retorna o principal de acordo com um cronograma determinado. O principal benefício desse tipo de *crowdfunding* é financeiro. Esse modelo é aplicado no financiamento de pequenos negócios e tem se popularizado no segmento da construção civil, segundo pesquisa da Massolution.<sup>38</sup>

Por último, temos o *crowdfunding* baseado em participação societária (*equity crowdfunding* ou *crowdinvesting*), onde os investidores adquirem ações da empresa ou títulos conversíveis em ações, visando retorno financeiro, quer seja por meio de fluxo de dividendos ou ganhos de capital. Aqui, uma ideia, projeto ou negócio é apresentado por meio de um portal na internet a um grande número de indivíduos como uma oportunidade de investimento que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração. Globalmente, este tipo de oferta é conhecido pela expressão *investment-based crowdfunding*, quando envolve a distribuição de valores

---

<sup>38</sup> PERONI, Bruno Oliva. **Cartilhas de capital empreendedor: *equity crowdfunding***. Brasília: Sebrae, 2015. p.5-6

mobiliários em geral, ou como *equity crowdfunding*, quando a contrapartida oferecida corresponde a títulos de participação apenas. É esta a modalidade de financiamento coletivo objeto do presente estudo, de forma que será exaustivamente caracterizada no próximo item e ao longo deste trabalho.

De acordo com Monteiro<sup>39</sup>, no Brasil, encontramos plataformas especializadas em todos os modelos exceto o de pequenos empréstimos, pois pela lei brasileira somente quem pode fazer empréstimos são instituições financeiras, reguladas pelo Banco Central do Brasil.

---

<sup>39</sup> MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 39.

### 3 O EQUITY CROWDFUNDING

Como anteriormente mencionado, o *equity crowdfunding* pode ser definido como financiamento coletivo empresarial, uma vez que o financiamento envolve o capital social da empresa (em inglês, *equity*).

Através do *equity crowdfunding*, empresas com potencial de crescimento buscam o apoio financeiro de diversos investidores, para que a somatória de suas contribuições possa ser revertida na execução das atividades da empresa. Tal prática, como dito, está totalmente alinhada com a nova ordem econômica e social mundial, coadunando-se com a denominada “economia compartilhada”, propiciada pela difusão da internet.

Nesta modalidade de investimento, o investidor, em contrapartida, recebe o direito de participar nos resultados financeiros da empresa, podendo no futuro, converter seu investimento em participação societária direta no capital social da empresa investida, assumindo a figura de sócio.

É, portanto, o tipo de financiamento mais utilizado por *startups* - empresas jovens, inovadoras e com grande potencial de crescimento<sup>40</sup> – e diferencia-se das demais modalidades de *crowdfunding* na medida em que os colaboradores do projeto recebem a sua compensação em forma de capital, receita ou acordos de divisão dos lucros do empreendimento. Desta maneira, cria-se uma nova relação jurídica em que os colaboradores se tornam partes diretamente interessadas no crescimento futuro da empresa.

As mencionadas características transformam o *equity crowdfunding* num mecanismo apto a dotar empresas, que em fase inicial de crescimento, do financiamento necessário para iniciar ou consolidar a sua atividade. São projetos que, em regra geral, não possuem patrimônios próprios suficientes para receber financiamento bancário. Por outro lado, suas características não são atrativas para os investidores de capital de risco, que tendem a selecionar projetos que possuam estratégias de saída bem definidas (venda futura de participação com mais valia).

---

<sup>40</sup> Disponível em: <<https://endeavor.org.br/startups/>>, Acesso em: 29 mai.2016.

O crescimento do financiamento coletivo empresarial, sobretudo no Brasil, decorre primordialmente em contrapartida à opção de obtenção de empréstimos para subsidiar o nascimento de pequenas e microempresas, haja vista que esta tradicional forma de financiamento é extremamente custosa em nosso país. Mattos e Renzetti associam estes elevados custos a uma questão histórica-estrutural e econômica, onde os juros cobrados pelos bancos nacionais para este tipo de operação encontram-se entre os mais altos do mundo, sendo atualmente o segundo maior *spread* bancário, com mais de 20 pontos percentuais acima da média mundial.<sup>41</sup>

Mendes, em linhas gerais, define os traços marcantes do *equity crowdfunding* apresentando, ainda, particularidades deste financiamento ocorrentes no Brasil, confira-se:

Em razão dos valores aportados pelos investidores, estes podem receber como contrapartida a seus aportes financeiros instrumentos de participação societária, i.e., ações, quotas, que consistem nas retribuições mais utilizadas no cenário internacional, como também podem ser instrumentos de dívidas emitidos pela empresa, v.g., debêntures, títulos de dívida em que o apoiador passa a ser um credor da empresa. No Brasil, a plataforma *online* da Broota Brasil estipula como contrapartida, em razão do aporte financeiro dos investidores, a entrega de um contrato telemático de Título de Dívida Conversível que consiste em um título de dívida que poderá ser convertido em ações, diante da ocorrência de determinados eventos futuros estipulados no contrato celebrado entre a empresa nascente e o investidor.<sup>42</sup>

Por conseguinte, a autora elucida que, no caso do *equity crowdfunding*, as plataformas *online* normalmente determinam quais serão os instrumentos de participação utilizados pelos empreendedores, cabendo a estes estabelecerem o valor a ser captado na campanha a ser disponibilizada na plataforma *online*. Destaca, ainda, que é importante notar que as plataformas *online* destinadas ao *equity*, normalmente adotam o modelo “tudo ou nada”, sendo necessário que o valor solicitado na campanha seja completamente captado, assim como estabelecem como remuneração pelos serviços prestados porcentagens sobre o valor arrecadado, com fins de garantir a manutenção da própria plataforma *online*.

---

<sup>41</sup> MATTOS, Eduardo da Silva; RENZETTI, Bruno Polonio. *Equity crowdfunding* no Brasil? Primeiras considerações sobre a realidade econômica e disciplina jurídica. Revista de Direito Empresarial – RDEmp, Belo Horizonte, ano 13, n.2, p. 162.

<sup>42</sup> MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil**: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil. 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. p. 49 – 50.

Em se tratando *equity crowdfunding*, é imperioso ressaltar que, diferentemente das outras modalidades de *crowdfunding*, por ser considerado uma modalidade de *crowdfunding* que negocia valores mobiliários, sujeita-se ao regramento previsto na Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para tanto, os títulos de dívidas dados em contrapartida, quando do financiamento coletivo, devem estar subsumidos no conceito de valor mobiliário previsto na Lei 6.385/1976.

Nesse sentido, a própria Procuradoria Federal Especializada no Parecer CVM 002/2012, elaborado no âmbito do Processo Administrativo RJ 2011-13805, manifestou o seguinte entendimento:

4) Modalidade de Participação, esta modalidade está relacionada com uma atividade, por exemplo, produção de um show, CD de música, ou qualquer outro produto. Esta modalidade seria a mais árdua para se identificar se a participação do contratante está realmente limitada a pagar apenas para participar do evento ou da realização do bem ou serviço, sem qualquer intuito lucrativo. Caso a participação do contratante tenha como contraprestação apenas a entrega de um bem, produto ou serviço, tal contrato telemático não será tipificado como valor mobiliário. **Contudo, se além da participação houver qualquer promessa no sentido de participação nos lucros ou, em eventual “sobra” de recursos do empreendimento escopo do contrato, com juros ou ainda com promessa de qualquer tipo de vantagem pecuniária poderá haver a subsunção deste contrato telemático no inciso IX do artigo 2.º da Lei 6.385/76.**<sup>43</sup> (g.n.)

Ademais, nos termos das normas existentes no âmbito da CVM, verifica-se que, em regra, apenas empresas constituídas na forma de Sociedade Limitada e que estejam regularmente enquadradas como Microempresas (ME) e Empresas de Pequeno Porte (EPP) estão aptas a captar investimentos via *equity crowdfunding*, conforme será tratado adiante.

### 3.1. O EQUITY CROWDFUNDING NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

No Brasil, assim como na maioria dos países do mundo, não há um arcabouço regulatório específico para conduzir a atividade do financiamento coletivo empresarial. Todavia, a falta de uma estrutura normativa específica não impede a formação e a operação de mercado, de forma que foram desenvolvidas diversas

---

<sup>43</sup> BRASIL. **Parecer/CVM/PFE n.º 002/2012**, de 20 de janeiro de 2012. Assunto: Possibilidade de caracterização do Contrato Telemático de Crowdfunding como valor mobiliário para os efeitos do artigo 2.º, inciso IX, da Lei 6.385/76.

plataformas de financiamento coletivo destinadas ao investimento em *startups*, tais como a *Broota*, *EuSócio*, *EqSeed* e *StartMeUp*.

Dessa forma, com o objetivo de evitar a utilização de procedimentos flagrantemente ilegais de emissão de valores mobiliários, o que se fez foi enquadrar o objetivo do *equity crowdfunding* dentro das regras já existentes no Brasil, com a realização constante de consultas prévias à CVM, que homologou a validade dos procedimentos utilizados pelas plataformas *online* e que, até certo ponto, satisfazem o objetivo deste tipo de financiamento.<sup>44</sup>

Assim sendo, a saída posta em prática foi a de se utilizar uma exceção de registro prevista na Resolução nº 400 da CVM, onde micro e pequenas empresas<sup>45</sup> estão dispensadas de registro na CVM, desde que cumpram alguns requisitos.

Entretanto, antes de dar prosseguimento, faz-se necessário elucidar os fatores que levam a CVM a ser órgão responsável por cuidar da regulação deste tipo de investimento, bem como quais as suas competências para tal.

### **3.1.1 Da competência da comissão de valores mobiliários e da abrangência do conceito de valor mobiliário**

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Conforme lecionado por José Edwaldo Tavares Borba<sup>46</sup>, esta entidade autárquica possui funções correlacionadas ao mercado de títulos emitidos pelas sociedades, possuindo funções fiscalizadora, regulamentar, de registrária, consultiva e de fomento.

---

<sup>44</sup> MATTOS, Eduardo da Silva; RENZETTI, Bruno Polonio. *Equity crowdfunding* no Brasil? Primeiras considerações sobre a realidade econômica e disciplina jurídica. *Revista de Direito Empresarial – RDEmp*, Belo Horizonte, ano 13, n.2, p. 169.

<sup>45</sup> A Lei Complementar 123/2006 define o conceito de micro e pequena empresa, de modo que as empresas que optarem por captar recursos através do *equity crowdfunding* devem estar devidamente enquadradas nos preceitos legais disciplinados por este dispositivo.

<sup>46</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 185.

Nesse sentido, a Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, tratou de definir a competência da Comissão de Valores Mobiliários, *verbis*:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

Assim, em linhas gerais, nota-se que o papel primordial da Comissão de Valores Mobiliários é cuidar do desenvolvimento seguro do mercado de valores mobiliários.

Nesse diapasão, a discussão sobre o conceito dos valores mobiliários e suas principais características torna-se importante na medida em que a caracterização de um título como valor mobiliário o submete às regras e à fiscalização da CVM, com significativa mudança na forma como esses títulos podem ser ofertados e negociados no mercado.

Silveira Lobo<sup>47</sup> indica que o termo valores mobiliários apareceu pela primeira vez em nosso ordenamento na Lei 4.728/65, diploma que organizou os mercados financeiros e de capitais no Brasil. Esta lei, dentre outros segmentos dos mercados financeiros e de capitais, instituiu um sistema regulatório da emissão, distribuição, intermediação e negociação de títulos e valores mobiliários, sob supervisão

---

<sup>47</sup> LOBO, Carlos Augusto Silveira. Os valores mobiliários. *In*: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 116.

normativa do Conselho Monetário Nacional e fiscalização do Banco Central. Todavia, a Lei 4.728/65 não definiu a expressão “títulos e valores mobiliários” de que se valeu em diversas disposições.

Posteriormente, adveio a Lei 6.385/76, instituindo o mercado de valores mobiliários, destacando-o dos mercados financeiro e de capitais, de forma que o Banco Central permaneceu com as suas atribuições de fiscalizar esses mercados, exceto em relação aos títulos e valores mobiliários, incluídos na área de competência da então recém-criada Comissão de Valores Mobiliários, cuja competência já foi anteriormente descrita.

O conceito de valor mobiliário originalmente adotado pela Lei 6.385/76<sup>48</sup>, por sua vez, era restrito e adequado para uma realidade econômica que passou a inexistir. A referida definição compreendia apenas os valores mobiliários de companhias, conforme definidos na Lei 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações e seus certificados, refletia um mercado de capitais muito centrado nas ações das companhias abertas e nos títulos de dívida corporativa destas, principalmente na figura das debêntures.<sup>49</sup>

Entretanto, em 1998, com a edição da Medida Provisória 1.637, convertida na Lei 10.198/2001, introduziu-se na definição legal de valor mobiliário um elemento referido *in genere*, ao dispor que “constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria, de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Conforme Silveira Lobo<sup>50</sup>, esse dispositivo introduziu uma modificação essencial, pois aproximou o texto legal brasileiro do norte-americano, já que, com a inclusão dos títulos de contratos de investimento coletivo, a definição de valor mobiliário se

---

<sup>48</sup> Redação original da Lei 6.385/76: Art 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

<sup>49</sup> QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliários, oferta pública e privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 194.

<sup>50</sup> LOBO, Carlos Augusto Silveira. Os valores mobiliários. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 118.

ajusta à dinâmica de mercado, onde vicejam os frutos da ampla imaginação criadora dos empresários financeiros.

Posteriormente, com a introdução do conceito no rol definidor das espécies de valores mobiliários, passou-se a evitar futuras alterações casuísticas da legislação para incluir no elenco cada espécie de valor mobiliário surgida, vez que a definição passou a compreender todos os negócios oferecidos ao público em que o investidor aplica seus recursos na expectativa de obter lucro em empreendimento controlado pelo ofertante ou por terceiro.

Nesses termos, a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, consolidou as diversas disposições legais regulamentares que definiam valores mobiliários, alterando o art. 2º da Lei 6.385/76, nos termos propostos pela supracitada Medida Provisória, para a seguinte redação:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

- I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;
- II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;
- III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;
- IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa

ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do **caput**, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Para José Eduardo Carneiro Queiroz<sup>51</sup>, a nova redação do Art. 2º da Lei 6.385/76, trazida em 2001, certamente ajudou a atualizar o conceito e expandir o escopo do mercado de capitais e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Nos termos da nova definição, estão compreendidos no conceito de valor mobiliário não apenas aqueles de emissão das companhias abertas, quais sejam ações ou títulos de dívida corporativa, mas uma nova diversidade de modalidade de investimento extremamente importante para o mercado de capitais. As cotas dos fundos de investimento e os contratos derivativos de qualquer natureza passaram a ser tratados como valores mobiliários, tendo como consequência a ampliação da competência da CVM para também regular essas modalidades de investimento.

Entretanto, é importante observar que ainda permaneceram excluídos expressamente do regime da Lei 6.385/76, os títulos da dívida pública e os títulos cambiais de emissão das instituições financeiras (Art. 2º, §1º).

Assim sendo, no direito positivo vigente, a definição de valores mobiliários compreende: (i) os títulos de dívida e outros documentos exaustivamente referidos no art. 2º, I a VIII, da Lei 6.385/76; e (ii) quaisquer outros títulos ou contratos que recaiam no conceito de investimento coletivo do art. 2º, IX, da Lei 6.385/76.

Nota-se, ainda, que a definição da lei é apenas instrumental e tem a função de delimitar a competência da Comissão de Valores Mobiliários ao tempo que estabelece quais os documentos cuja negociação é admitida no mercado de valores mobiliários, limitando a proibição de sua oferta ao público investidor mediante outros mecanismos que não os do mercado.

---

<sup>51</sup> QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliários, oferta pública e privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 195.

Silveira Lobo<sup>52</sup>, por sua vez, entende que a lei não dispõe de total discricção para definir qualquer documento como valor mobiliário, pois, há uma injunção de fato: para circular em no mercado, os documentos têm de ser bens fungíveis<sup>53</sup>, para o que devem ser padronizados e emitidos em série.

Diante da caracterização dos valores mobiliários, dúvidas surgem, pois, quanto à possibilidade de enquadramento dos valores mobiliários como uma espécie de título de crédito. Nesse sentido, o supracitado autor entende que “não é certo presumir que valor mobiliário seja uma espécie de título de crédito; muito menos que as expressões “título de crédito” e “valor mobiliário” sejam sinônimas”.<sup>54</sup>

No entendimento de Lobo, há valores mobiliários que são títulos de crédito, como, entre outros, as ações, as debêntures, as notas comerciais, as cotas de fundos de investimento financeiros e imobiliários. Contudo, existem títulos de crédito que não foram incluídas na definição legal de valores mobiliários, como as letras de câmbio, os cheques, os conhecimentos de transporte, entre outros. Por último, entende que existem, ainda, valores mobiliários que não são títulos de crédito, como, por exemplo, os contratos futuros e os contratos de investimento coletivo.

Entretanto, sabe-se que tanto os títulos de crédito como valores mobiliários possuem a função de promover a transferência segura e eficaz de direitos contidos em um documento, transferência essa que é viabilizada pelo fato de o documento constituir um valor em si, negociável, independentemente das cláusulas, condições e eventuais defeitos do negócio subjacente, não ficando o adquirente sujeito às exceções pessoais que o devedor possa ter com o credor original.

Para além das definições legais sobre os valores mobiliários até aqui expostas, em termos práticos, Tomazette<sup>55</sup> entende que os valores mobiliários não podem ser conceituados pelos direitos que asseguram, mas apenas pela função econômica a que estão ligados, que é diversa, sob o ponto de vista da sociedade e de seus titulares.

---

<sup>52</sup> LOBO, Carlos Augusto Silveira. Os valores mobiliários. *In*: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 120.

<sup>53</sup> Código Civil: Art. 85. São fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade.

<sup>54</sup> LOBO, Carlos Augusto Silveira. *Op cit.* p. 121.

<sup>55</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014, v.1. p. 414.

Para o autor, do ponto de vista de quem os titulariza, os valores mobiliários são uma alternativa de investimento, ou seja, um emprego de capital com vistas à obtenção de lucros. Sob esta perspectiva, o risco do negócio não é estranho, haja vista que não há garantia alguma de sucesso. Todavia, este tipo de investimento pode ser extremamente rentável, seja pelas vantagens que pode assegurar, como participação nos lucros ou pagamento de juros, seja pela possibilidade de negociação no mercado com a sua valorização, de forma que tais “valores” são notadamente, atrativos para o público.

Já sob a perspectiva da sociedade, o valor mobiliário é uma alternativa de captação de recursos de forma ampla, rápida e flexível, sendo indispensável para o crescimento e desenvolvimento das empresas no mercado competitivo.

É em consonância com as disposições e características dos valores mobiliários até aqui descritos, sobretudo com a inclusão do inciso IX, ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, para abranger os títulos e contratos de investimento coletivo, que é possível inferir que o enquadramento dos investimentos propiciados pelo *equity crowdfunding* constituem-se como valores mobiliários, ficando submetidos a todo enquadramento legal destinado a estes.

Nota-se que em tais casos, a ideia, projeto ou negócio é apresentado por meio de um portal na internet a um grande número de indivíduos como uma oportunidade de investimento que gera direito de participação, de parceria ou de remuneração, atraindo a competência da Comissão de Valores Mobiliários.

Pois bem, uma vez que já é nítida a identificação das ofertas realizadas via financiamento coletivo empresarial como espécie de valor mobiliário, dar-se-á continuidade ao estudo acerca dos valores mobiliários, agora com um enfoque mais direcionado ao objeto do presente trabalho.

Como dito, além da ampliação das modalidades de investimentos específicos considerados como valores mobiliários, a redação do art. 2º da Lei 6.385/76 traz atualmente em seu inciso IX o conceito de contrato de investimento coletivo, ampliando o alcance da definição de valor mobiliário para não apenas abarcar os títulos e contratos típicos, mas também para compreender qualquer arranjo contratual que represente investimento.

Não obstante, ainda restam alguns esclarecimentos conceituais importantes sobre a definição de valor mobiliário, sendo que um dos mais relevantes é como tal conceito interage com a definição do que é oferta pública de valores mobiliários. Nesse diapasão, José Eduardo Carneiro Queiroz elucida o que segue:

Ao lermos atentamente o art. 2º da Lei 6.385/76, notamos que apenas no inciso IX há uma qualificação, essencial em nossa opinião, no sentido de que os contratos de investimento coletivo somente podem ser considerados como valores mobiliários “quando ofertados publicamente”. Essa qualificação é indispensável para que seja entendido o sistema regulatório do mercado de capitais como um todo. Em outras palavras, entendemos que a mesma qualificação é aplicável a todos os outros valores mobiliários: ações, debêntures, notas comerciais, certificados de depósito, cotas de fundos de investimento e derivativos. **Não há que se falar em aplicação das disposições da Lei 6.385/76 ou qualquer outra regulamentação do mercado de capitais sobre os valores mobiliários que sejam negociados privadamente, não sendo objeto de oferta pública.**(g.n.)<sup>56</sup>

Assim sendo, em observância aos aspectos até aqui analisados, pode-se inferir que:

(i) qualquer espécie de investimento poderá ser considerada como valor mobiliário, salvo os excetuados expressamente; e, (ii) somente quando os investimentos se enquadrarem na definição de valor mobiliário e forem objeto de oferta pública, deverão ser considerados para fins de aplicação da Lei 6.385/76 e da regulamentação do mercado de capitais. Por outro lado, para os valores mobiliários objeto de ofertas privadas, não há que se falar na aplicação da regulamentação de mercado de capitais.

Encerrada essa breve análise do conceito de valor mobiliário, será analisado o que configura um procedimento de oferta pública de investimento.

A oferta pública de valores mobiliários também é regulada pela Lei nº 6.385/76, e pelas normas específicas que a CVM edita com fundamento nessa lei. Nesse sentido, uma das exigências da lei é o registro, junto à CVM, tanto da oferta pública de distribuição de valores mobiliários<sup>57</sup>, como do emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão<sup>58</sup>. Tais demandas visam assegurar, dentre outros aspectos, a prestação de informações adequadas aos investidores.

---

<sup>56</sup> QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliários, oferta pública e privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 195 – 196.

<sup>57</sup> Lei nº 6.385/76: Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

<sup>58</sup> Lei nº 6.385/76: Art . 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I - o registro para negociação na bolsa; II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

Ressalta-se, ainda, que os dispositivos da Lei nº 6.385, de 1976, se aplicam indiscriminadamente a qualquer emissor de valores mobiliários, independentemente da forma sob a qual ele esteja constituído.

A oferta pública de distribuição é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas.

Nota-se que referir-se a algo como sendo público é tratar de coisas que são de todos ou às quais todos têm acesso, no sentido de terem sido objeto de divulgação e comunicação.

Nesta senda, resta claro ressaltar que o uso da internet para a procura de investidores de um valor mobiliário pode caracterizar uma oferta como pública<sup>59</sup>, haja vista que, como bem entendido por Stuber<sup>60</sup>, a incrível facilidade de transmissão e divulgação virtual das informações criadas pela rede mundial de computadores, ampliou largamente a possibilidade de que as instituições que atuam na intermediação de valores mobiliários ofereçam seus serviços a clientes, incluindo-se, aqui, os potenciais clientes residentes em outros países.

Em sentido semelhante é o entendimento de Mattos Filho ao tratar especificamente a questão do *crowdfunding* e as ofertas públicas, confira-se:

Disso resulta que uma oferta feita pela Internet é sem dúvida uma oferta pública; aliás, feita por um meio de comunicação muito mais eficiente que os previstos em 1976, quando a informática era uma ferramenta para poucos e nem se sonhava com a existência e o alcance social da World Wide Web. Essa é umas das situações em que a CVM tem competência para trazer para o seu âmbito de atuação a emissão pública ofertada por meios eletrônicos, com base no parágrafo 5º, inc. I, do artigo 19.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Lei nº 6.385/76: Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...) § 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

<sup>60</sup> STUBER, Walter Douglas. Intermediação de operações de oferta de valores mobiliários no exterior via internet. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 333.

<sup>61</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Editora FGV, 2015. p. 316.

Neste contexto, a Comissão de Valores Mobiliários editou o parecer de orientação de nº 32, de 30 de setembro de 2005, para dispor sobre o uso da internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações.

O parecer explicitou o entendimento da CVM quanto à caracterização de uma oferta de distribuição de valores mobiliários como pública, quando a Internet é utilizada como meio de comunicação, com base na interpretação do art. 19, §3º, III da Lei nº 6.385/76, e de exercício de atividade sujeita à autorização da Comissão de Valores Mobiliários, quando a atividade é exercida por intermédio da Internet, nos termos do art. 16 da mesma lei. Nesta senda, o entendimento consolidado pelo Órgão Colegiado da autarquia foi o seguinte:

**O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio.** Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05.<sup>62</sup>(g.n.)

Assim, nos termos do supratranscrito parecer, sabe-se que, em regra, o uso da internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza a operação como pública, pois essa forma de comunicação permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Portanto, tais ofertas devem ser previamente registradas perante a CVM, exceto se as medidas preventivas forem tomadas, ou se foram verificadas situações excepcionais.

Destarte, a CVM, no referido documento, fixou certos procedimentos de restrição de acesso que descaracterizam a realização de procedimento de oferta pública, tais como: (i) medidas de restrição de acesso pelo público em geral; e, (ii) indicação de que o acesso é destinado a um grupo restrito de pessoas.

Dessa forma, percebe-se que, quando da disponibilização da oferta de valores mobiliários, sempre que houver contato com o grupo determinado de pessoas, sem acesso aos investidores em geral e com os cuidados necessários para que a informação não seja disseminada a terceiros fora desse grupo, estará caracterizada uma oferta privada sobre a qual não há aplicação da regulamentação do mercado de capitais.

---

<sup>62</sup>BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM): **Parecer de Orientação CVM n.º 32**, de 30 de setembro de 2005. Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 out. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare032.html>>. Acesso em: 17 out. 2016.

Ao analisar especificamente o caso dos investimentos realizados através do *equity crowdfunding*, e tendo em vista que os mesmos são realizados, impreterivelmente, por meio da rede mundial de computadores, a conclusão lógica a se chegar é de que há, aqui, a caracterização de uma oferta pública de valores mobiliários que, por sua vez, atrai a competência da CVM.

Ademais, os projetos de investimento disponibilizados nas plataformas *online* são de livre acesso ao público em geral, de forma que não há que se falar em aplicação dos critérios de restrição contidos no parecer de orientação, nos termos anteriormente expostos, aptos a descaracterizar tais ofertas como públicas.

### **3.1.2. Da aplicabilidade da instrução CVM 400 e o regime de dispensas de registro**

Conforme anteriormente exposto, sabe-se que no mercado brasileiro são proibidas as ofertas públicas ou a intermediação de valores mobiliários sem autorização prévia da CVM, proibição cuja finalidade é proteger os investidores residentes no Brasil contra emissões irregulares. Nesse sentido, a negociação de valores mobiliários depende de prévio registro da emissora na CVM, salvo nos casos em que a própria CVM dispensar esse registro. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por sua vez, também depende do registro da emissão.<sup>63</sup>

As ofertas públicas, em regra, precisam ser intermediadas por uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Integram o sistema de distribuição de valores mobiliários as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> STUBER, Walter Douglas. Intermediação de operações de oferta de valores mobiliários no exterior via internet. *In: WALD, Arnold (Org.). Direito empresarial: mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p. 335.

<sup>64</sup> Lei nº 6.385/76: Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores; V - entidades de mercado de balcão organizado; VI - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de

Contudo, a própria Lei nº 6.385, de 1976, autoriza a CVM a dispensar o registro da oferta e do emissor, bem como a contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para colocação dos respectivos valores mobiliários no mercado, confira-se:

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

**I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; (...)**

Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

(...)

§ 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

**I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados;**

II - informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento.

III - casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizado ou não. (g.n.)

Com base nessas previsões legais, a Instrução CVM nº 400, de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário, consagrou tais possibilidades de dispensa.

Tendo em vista que é a aplicação das disposições constantes Instrução CVM 400/2003 que viabilizam a existência do *equity crowdfunding* no Brasil, faz-se necessário tecer algumas considerações gerais sobre este ato normativo.

Nas palavras de Giovana Gallo<sup>65</sup>, tal Instrução simplificou os procedimentos para o registro de emissões, tornando-os menos burocrático, demorado e caro e mais adequado ao atendimento às necessidades das companhias. Assim, além de unificar as normas para ofertas nos mercados primário e secundário, a Instrução atualizou procedimentos, conceitos e passou a regular fundamentos de práticas que já existiam nos mercados mais avançados, mas que dependiam de regulamentação.

---

Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

<sup>65</sup> GALLO, Giovanna Mazetto. As ofertas públicas. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8. p 588.

Ademais, em que pese tenha havido a mencionada simplificação, a Instrução não olvida das regras fundamentais de segurança. No dizer da autora, o ato teve por finalidade assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, determinando tratamento equitativo aos ofertados e fixando requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários, a emissora, o ofertante e os demais envolvidos.

Vê-se, pois, que a Instrução CVM 400/2003 nasceu para atender determinados anseios do mercado, permitindo que as emissões fossem realizadas em maior número e com maior segurança.

Nesse sentido, o artigo 5º, III, da referida Instrução dispensou de registro a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de microempresas (“ME”) e empresas de pequeno porte (“EPP”), *verbis*:

Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, **será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:**

I - de que trata a Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos casos que especifica;

II - de lote único e indivisível de valores mobiliários; e

**III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.**

§ 1º A faculdade de dispensa de registro de que trata o inciso II do caput não pode ser reutilizada pelo mesmo ofertante em relação a uma mesma espécie de valores mobiliários de uma mesma emissora dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta.

§ 2º A restrição prevista no § 1º não se aplica às ofertas de certificados de recebíveis imobiliários ou certificados de recebíveis do agronegócio de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.

§ 3º O ofertante deve informar à CVM o encerramento da oferta pública prevista no inciso II do caput no prazo de 5 (cinco) dias, na forma indicada na norma que trata de ofertas públicas com esforços restritos.

§ 4º A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III do caput para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses.

§ 5º A emissora deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a dispensa de registro de que trata o inciso III do caput na forma do Anexo IX.

§ 6º A comunicação de que trata o § 5º deve ser encaminhada por meio da página da CVM na rede mundial de computadores.

§ 7º Qualquer material utilizado pelo ofertante nas ofertas de que trata o inciso III do caput deve:

I - conter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro; e

II - ser escrito em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os leitores para os riscos do investimento.

§ 8º O material mencionado no § 7º deve conter, em destaque:

I - menção de que se trata de material publicitário; e

II - a seguinte frase “A PRESENTE OFERTA FOI DISPENSADA DE REGISTRO PELA CVM. A CVM NÃO GARANTE A VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELO OFERTANTE NEM JULGA A SUA QUALIDADE OU A DOS VALORES MOBILIÁRIOS OFERTADOS”.

É importante ressaltar, contudo, que a dispensa de registro contida no supracitado artigo somente se aplica às empresas que estejam devidamente enquadradas na definição de microempresa e empresa de pequeno porte que estejam totalmente de acordo com os preceitos contidos no Estatuto Nacional da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte, Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

Além deste requisito, é necessário que se observe, ainda, o disposto nos §§ 4º a 8º do artigo 5º da supramencionada Instrução. Dentre outros critérios, tais parágrafos estabelecem um limite anual de oferta de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) e a necessidade de comunicar previamente à CVM a intenção de se valer dessa dispensa.

Verifica-se, também, que a oferta realizada com base nessa dispensa está igualmente liberada da contratação de uma instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários.

No mesmo sentido, o art. 7º, IV e V<sup>66</sup>, da Instrução CVM nº 480, de 2009, dispensa de registro o emissor de valores mobiliários que sejam Microempresas ou Empresas de Pequeno Porte.

O regime especial de redução de exigências surgiu com o objetivo de facilitar o acesso das microempresas e empresas de pequeno porte ao mercado de capitais, uma vez que possibilita a tais empresas a ofertar diretamente valores mobiliários de sua emissão, observadas as condições previstas nos dispositivos citados acima, sem necessidade de registrar a oferta ou a si próprio na CVM.

Não obstante, este regime somente foi utilizado em escassas situações. As dispensas, por sua vez, somente passaram a ser utilizadas efetivamente com o surgimento das plataformas digitais de *equity crowdfunding*, que congregam em seu

---

<sup>66</sup> Instrução CVM nº 480/09: Art. 7º Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários: (...) IV - empresas de pequeno porte; V – microempresas;

ambiente investidores e empreendedores. Nesse sentido, confira-se o entendimento da própria Comissão de Valores Mobiliários sobre o assunto:

Cerca de uma década se passou até que esse regime passasse a ser reiteradamente utilizado por grupos de empreendedores que estabeleceram as primeiras plataformas no Brasil e buscaram viabilizar o que se costuma referir como “**equity crowdfunding**” (por vezes também denominado “investimento coletivo” ou ainda “participativo”). Isso passou a ocorrer, fundamentalmente, pela utilização de páginas eletrônicas (“plataformas digitais” ou “portais”) na rede mundial de computadores, onde são ofertadas participações (ou títulos eventualmente conversíveis em participações) em empresas inovadoras em fase inicial de atividades (**startups**).<sup>67</sup>

Entretanto, como já destacado, para se valer das dispensas regulamentadas, emissores e plataformas *online* tiveram que levar em conta que a Lei Complementar nº 123 de 2006, que dispõe sobre os requisitos para que uma empresa seja considerada de micro ou pequeno porte, expressamente exclui aquelas constituídas sob a forma de sociedade por ações<sup>68</sup>.

Em consequência, a captação pública de valores mobiliários por meio do financiamento coletivo empresarial, utilizando-se das dispensas concedidas pela CVM, só vem sendo utilizada atualmente por sociedade limitada, que não é a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios. Por este motivo é que as *startups* que se valeram do *equity crowdfunding* para o aporte de recursos, utilizaram-se de artifícios legais e inovaram as estruturas negociais com fins de potencializar o uso desta espécie de financiamento, conforme adiante se verá, sempre em observância à regulamentação existente no âmbito da CVM.<sup>69</sup>

---

<sup>67</sup>BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016**, de 08 de agosto de 2016. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (“investment-based crowdfunding”). Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf)>. Acesso em: 13 de ago. de 2016.

<sup>68</sup> Lei Complementar 123/06: Art. 3º. (...) § 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: (...) X - constituída sob a forma de sociedade por ações.

<sup>69</sup> Cabe mencionar que a CVM, atenta ao crescimento do *equity crowdfunding* no cenário nacional e internacional, anunciou a realização de audiência pública para discutir as propostas de regulamentação desta modalidade de financiamento coletivo constantes no “Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016”. Dentre as mudanças propostas, nota-se que a Comissão optou por não mais exigir que a empresa emissora esteja restrita à definição de microempresa ou de empresa de pequeno porte encontrada na Lei Complementar nº 123, de 2006, concedendo o acesso ao *equity crowdfunding* para empresas constituídas sob qualquer forma societária, desde que sua receita bruta anual esteja abaixo de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Adicionalmente, propõe-se a adoção de um novo limite máximo de captação de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) anuais. Destaca-se que essas inovações propostas pela comissão, nos termos da minuta publicada, não irão

Importante ressaltar também que o regime de dispensa automática de registro traz celeridade e simplicidade para os empreendedores que, em muitos casos, contam com o auxílio da plataforma *online* para a homologação da dispensa junto à CVM.

Este é, em síntese, o cenário regulatório do *equity crowdfunding* até então vigente no Brasil. Cabe mencionar, por fim, que a atuação das plataformas *online*, ainda que em ofertas dispensadas de registro, não se encontram hoje regulamentadas.

### 3.2 DA OPERACIONALIZAÇÃO DO *EQUITY CROWDFUNDING*

Sabe-se que o financiamento coletivo empresarial é aquele através do qual um empreendedor em fase inicial busca, por meio de uma plataforma especializada, captar recursos de uma gama de investidores para financiar sua *startup*. Tal investimento é viabilizado por meio de uma oferta pública de valores mobiliários, através de um título de dívida ou contrato de investimento que permita ao investidor participar nos lucros ou em ganhos de capital que possam vir a ser concretizados em momentos de liquidez da empresa, bem como possibilita o investidor a participação no capital social da empresa investida.

Neste contexto, em observância aos preceitos básicos dos valores mobiliários descritos até aqui, bem como as limitações impostas pela Comissão de Valores Mobiliários para que as mencionadas ofertas públicas possam se valer do sistema de dispensas, como a exigência de se constituir como uma sociedade empresária do tipo limitada, é que são estruturadas as ofertas no Brasil.

Contudo, para que se possa avançar no presente estudo, é necessário elucidar as três configurações mais utilizadas pelos investidores para se valerem do aporte de recursos através do *equity crowdfunding*, bem como o enquadramento jurídico adequado a cada um deles.

#### 3.2.1 Do aporte através a oferta pública de Contratos de Dívida Conversível

---

prejudicar as conclusões aqui expostas, mas tão somente ampliar as possibilidades e arranjos disponíveis para captação dos recursos por parte das *startups*, podendo incorrer, futuramente, em estruturas que irão requerer um novo estudo sobre a legislação tributária aplicável.

A primeira configuração possível de se realizar o aporte de investimentos em uma *startup* através do *equity crowdfunding* é por meio da oferta pública de contratos de dívida conversível.

Tais contratos de dívidas conversíveis são contratos híbridos<sup>70</sup>, ou seja, constituem-se como uma categoria específica, distinta da categoria dos investimentos em dívida ou ações, haja vista que são dois instrumentos diferentes, ainda que combinados, quais sejam, um instrumento de dívida e uma opção de compra de ações. Cumpre destacar que alguns investidores preferem, por sua vez, entender o contrato híbrido como uma compra de ações a prazo combinada com uma opção de venda por um valor pré-fixado.

Neste formato, conforme exposto por Mattos e Renzetti<sup>71</sup>, as empresas emitem títulos de dívida, com remuneração definida contratualmente, conversíveis em ações depois de determinado termo. Ao final do termo, a empresa se compromete ou a pagar aos investidores o título acrescido da remuneração ou, então, a se tornar uma sociedade anônima e conceder a opção ao investidor de adentrar, ou não, no quadro social.

Na mesma linha, Mendes<sup>72</sup> afirma que os investidores, em contrapartida a seus aportes financeiros, podem receber instrumentos de participação societária, tais como os títulos de dívida em que o apoiador passa a ser credor da empresa. Ademais, a autora ilustra o caso de a plataforma *online* da “Broota Brasil”, que estipula como contrapartida, em razão do aporte financeiro dos investidores, a entrega de um contrato telemático de Título de Dívida Conversível que consiste em um título de dívida que poderá ser convertido em ações, diante da ocorrência de determinados eventos futuros estipulados no contrato celebrado entre a empresa nascente e o investidor.

---

<sup>70</sup>PENTEADO, Arthur. **Instrumentos de Dívidas Conversíveis em Ações**. Migalhas. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI65839,71043-Instrumentos+de+Dividas+Conversiveis+em+Acoes>> Acesso em: 01 out. 2016.

<sup>71</sup> MATTOS, Eduardo da Silva; RENZETTI, Bruno Polonio. **Equity crowdfunding no Brasil? Primeiras considerações sobre a realidade econômica e disciplina jurídica**. Revista de Direito Empresarial – RDEmp, Belo Horizonte, ano 13, n.2, p.170.

<sup>72</sup> MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil**. 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. p. 50.

Associação Brasileira de *Equity Crowdfunding*, por sua vez, afirma que é feita uma oferta pública de contratos de dívida conversível (semelhante a debêntures), em que o investidor aporta recurso na empresa investida na forma de empréstimo, tendo a opção de converter esse crédito em participação no capital social da empresa investida nos casos de: transformação do modelo societário para sociedade anônima antes do vencimento da dívida, devendo a empresa, neste caso, transformar-se em sociedade anônima para viabilizar a operação.<sup>73</sup>

Assim sendo, tendo em vista que os contratos de dívida conversível ofertados publicamente para a concretização do investimento são demasiadamente semelhantes a debêntures, torna-se essencial elucidar os conceitos e características desta espécie de valor mobiliário para melhor compreensão do instituto ora aventado.

Marlon Tomazette<sup>74</sup> define as debêntures como sendo títulos representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade, de forma que cada emissão de debêntures representa um empréstimo realizado, em caráter unitário. Desta forma, a sociedade, ao decidir a emissão das debêntures, está fazendo uma oferta de contrato de mútuo<sup>75</sup>, que se completa com a subscrição dos títulos, que representaria a aceitação dos contratos.

A emissão de debêntures ocorre no âmbito das Sociedades Anônimas, de forma que a soma pretendida deve ser dividida em vários títulos que serão emitidos em série. Quem subscreve o título, por sua vez, está emprestando dinheiro para o emitente e, em contrapartida, objetiva recebimentos anuais parciais, ou outras vantagens que tais valores mobiliários podem assegurar, ou ao menos a restituição dos valores emprestados em pagamento.<sup>76</sup>

Contudo, cumpre notar que tais títulos se diferenciam de outras formas de empréstimo, basicamente, pela negociabilidade independente do consentimento do devedor e pela divisão do empréstimo em frações.

---

<sup>73</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *EQUITY CROWDFUNDING*. **O que é o *Equity Crowdfunding*?** Disponível em: <<http://equity.org.br/o-que-e>>. Acesso em: 25 jul. 2016.

<sup>74</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014, v.1. p. 480.

<sup>75</sup> Nos termos do artigo 586 do Código Civil, o contrato de mútuo configura-se como sendo o empréstimo de coisas fungíveis, pelo qual o mutuário se obriga a restituir ao mutuante aquilo que recebeu em coisa de mesmo gênero, quantidade e qualidade.

<sup>76</sup> TOMAZETTE, Marlon. *Op cit, loc cit*.

Especificamente, há que se falar nas Debêntures Conversíveis em Ações, que asseguram a seu titular o direito de convertê-las em ações da empresa emitente. Aqui, cria-se uma opção para o debenturista: conservar a sua debênture até o vencimento ou adquirir ações da emitente mediante a troca da debênture por ações.

Conforme leciona José Edwaldo Tavares Borba<sup>77</sup>, pode-se, pois, vislumbrar na debênture conversível, além do direito de crédito, um direito à aquisição de ações da emitente, cujo preço será pago com o valor da debênture que, para tanto, poderá ser resgatada até mesmo antes do vencimento, isto é, na data da opção pela conversão.

Quando da conversão, resgata-se a debênture, que se extingue, emitindo-se, em contrapartida, um predeterminado montante de ações, havendo um deslocamento do plano da relação: o debenturista, enquanto tal, é um credor da sociedade; ao transformar-se em acionista, torna-se participante da sociedade.

Em suma, pode-se dizer que da debênture conversível derivam, com efeito, dois direitos, sendo eles o direito de crédito e o direito de subscrição de ações. Por outro lado, nota-se que a debênture é, ao mesmo tempo, um título de renda fixa e um título de renda variável.

Destarte, cumpre notar que o debenturista, ao adquirir uma debênture, torna-se titular de um papel de crédito, e como tal passa a fazer jus à percepção de juros e ao reembolso, em prazo certo, do capital aplicado, devidamente corrigido. Facultado lhe é, todavia, permanecer nessa posição até o vencimento do título, ou, a seu critério, converter a debênture em ações, transmudando a sua posição de credor em uma posição de acionista.<sup>78</sup>

Isto posto, nota-se que, à semelhança das debêntures conversíveis, em casos de captação de recursos via *equity crowdfunding*, a própria *startup* emite títulos de dívidas conversíveis em ações aos investidores. Os eventos de conversão, como nos outros casos, em geral, são o vencimento do título, a alienação de controle da emissora ou a oferta pública inicial de ações da empresa.

É importante ressaltar, todavia, que o presente trabalho não tem o objetivo de analisar a forma em que os mencionados títulos são convertidos em ações, mas sim que são títulos (empréstimos – tendo a natureza de um empréstimo), que podem ser

---

<sup>77</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 323.

<sup>78</sup> *Ibidem*, loc cit.

convertidos em ações aos investidores (transformando a natureza jurídica, inclusive para fins de tributação), quando da ocorrência de determinados eventos.

### 3.2.2 Do aporte através de Contrato de Investimento Coletivo

Uma segunda forma de captação envolve a oferta de quotas de participação em um contrato de investimento coletivo. Nessas operações baseadas na distribuição de contratos de investimento coletivo, o valor aportado ingressa na empresa investida na forma de capital, e não como empréstimo, sendo o investidor remunerado com base no desempenho do investimento – sempre que este for positivo – e não na forma de juros sobre o capital aportado.

É este o entendimento de Mattos e Renzetti, confira-se:

A segunda alternativa é chamada de Contrato de Investimento Coletivo (CIC). Nela, não há constituição de um instrumento de dívida. Os investidores compram quotas desses CIC's. Em troca, eles participam dos resultados da emissora e, após um termo definido contratualmente, também receberão a opção de participar do quadro social da empresa.<sup>79</sup>

Ademais, nesta modalidade, estão previstos os mesmos eventos de conversão do investimento em participação na modalidade de dívida conversível mencionados anteriormente, entretanto, há também a possibilidade de o investidor recuperar o seu investimento mesmo antes do término da vigência do contrato, uma vez que participará das rodadas de distribuição de resultados da empresa investida, quando positivos, em conjunto com os demais investidores da oferta, como se dividendo fossem.<sup>80</sup>

Neste sentido, nos cabe a definição do Contrato de Investimento Coletivo (CIC), podendo este ser entendido como o instrumento utilizado para captação de recursos dos investidores, para aplicação em determinado empreendimento, a ser implantado

---

<sup>79</sup> MATTOS, Eduardo da Silva; RENZETTI, Bruno Polonio. **Equity crowdfunding no Brasil? Primeiras considerações sobre a realidade econômica e disciplina jurídica.** Revista de Direito Empresarial – RDEmp, Belo Horizonte, ano 13, n.2, p.170.

<sup>80</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EQUITY CROWDFUNDING. **O que é o Equity Crowdfunding?** Disponível em: <<http://equity.org.br/o-que-e>>. Acesso em: 25 jul. 2016.

e gerenciado exclusivamente pelo empreendedor, com a promessa de distribuir entre os investidores os lucros do empreendimento.<sup>81</sup>

O estudo deste contrato nos remete à definição de valor mobiliário aventada anteriormente, sendo necessário lembrar que, nos exatos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.387/1976, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001, também constituem valores mobiliários, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Neste sentido, cabe destacar que com essa alteração, pode-se dizer que os conceitos de valor mobiliário e contrato de investimento coletivo ficaram bastante próximos, embora não representem a mesma coisa. A adoção de um conceito mais amplo para valor mobiliário e, especialmente, a citação expressa a contrato de investimento coletivo, foi realizada justamente para submeter tais contratos ao poder de regulamentação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários.<sup>82</sup>

Temos, então, que, desde o ano de 1998, abarcados pela noção ampla do art. 2º, IX, da Lei nº 6.387/1976, os contratos de investimento coletivo – CICs são considerados valores mobiliários, sendo que, atualmente, a CVM regula os referidos valores mobiliários por meio da Instrução nº 296/1998, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo, e da Instrução CVM nº 480/2009, a qual regulamenta o registro de emissores e valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Luís Felipe Spinelli, por seu turno, elenca cinco elementos necessários para termos um contrato de investimento coletivo, levando em consideração a legislação brasileira: i) Investimento (não necessariamente em dinheiro); ii) empreendimento comum; iii) Direito de participação, de parceria ou de remuneração – expectativa de lucros; iv) Esforços do empreendedor ou de terceiros; v) oferta pública.<sup>83</sup>

---

<sup>81</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. p. 87.

<sup>82</sup> *Ibidem, loc cit.*

<sup>83</sup> SPINELLI, Luís Felipe; SCALZILLI, João Pedro; CORRADINI, Luiz Eduardo; TELLECHEA, Rodrigo. *Contrato de Investimento Coletivo Como Modalidade de Sociedade em Conta de Participação*.

É necessário, portanto, que todos estes elementos estejam presentes para que possamos falar de um contrato de investimento coletivo. Destarte, é nítido observar que, sem exceção, todos os elementos elencados por Spinelli, encontram-se presentes nos investimentos realizados por *equity crowdfunding*, caracterizando-o, assim, como um contrato de investimento coletivo.

A segunda forma de captação de investimentos, portanto, envolve a oferta de quotas de participação em um contrato de investimento coletivo. As quotas garantem a participação dos investidores nos resultados da empresa por um prazo determinado e elas podem ser convertidas em participação societária da *startup* no vencimento do contrato ou em eventos de liquidez.

### **3.2.3 Do aporte através da constituição de uma Sociedade de Propósito Específico**

Por fim, há uma terceira modalidade de captação de recursos através do financiamento coletivo empresarial, que é a captação através da constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE) exclusivamente criada com este objetivo.

Esta via passou a ser utilizada recentemente, seguindo o modelo utilizado nos Estados Unidos, após homologação realizada em dezembro de 2015 pela CVM. É o que dispõe Sérgio Tauhata, confira-se:

Em dezembro, a CVM aprovou, por requisição da plataforma Broota, uma nova estrutura para a captação de recursos pelas *startups* dentro do sistema de *crowdfunding*. O modelo recém autorizado usa sociedades de propósito específico (SPE) para investir nas empresas inovadoras iniciantes. A SPE, também chamada de consórcio societário, é um tipo de personalidade jurídica, organizada na forma de sociedade limitada ou anônima, constituída, conforme sugere o nome, para um determinado fim, com atuação limitada.

Pelo novo modelo, a SPE detém a participação na *startup*. Os investidores que fizerem aportes por meio das campanhas online nos sites de *equity crowdfunding* adquirem títulos de dívida conversíveis emitidos pela SPE.<sup>84</sup>

Como dito, há aqui a formação de uma sociedade de propósito específico, constituída sob o tipo societário de sociedade limitada<sup>85</sup>, que investe diretamente na *startup* a ser financiada via *crowdfunding*. A SPE investe emite um título de dívida que é ofertado a público e, com os recursos angariados no *crowdfunding*, a SPE integraliza os títulos emitidos pela *startup* aos investidores em pagamento dos títulos emitidos pela *startup*, os investidores poderão convertê-los em ação emitidas pelas por ela.

Uma sociedade de propósito específico, no que lhe diz respeito, é uma sociedade empresária cuja atividade é bastante restrita, podendo em alguns casos ter prazo de existência determinado, normalmente utilizada para isolar o risco financeiro da atividade desenvolvida, delimitada como um tipo societário mercantil nos termos do parágrafo único do art. 981 do Código Civil<sup>86</sup>.

Nesse sentido, Leonardo Guimarães<sup>87</sup> entende que à SPE, em si, não se pode conferir a qualidade de sociedade mercantil. Ela, na realidade, estará inculpada dentro de uma de uma das formas societárias no direito brasileiro. Assim, o tipo societário escolhido (S/A, Ltda., ou outro) para agasalhar a SPE desempenharia uma função instrumental.

Trata-se de modelo de negócio com origem no instituto da *joint venture*<sup>88</sup>, tipicamente norte-americanos, sendo um por meio do qual duas ou mais pessoas físicas e/ou jurídicas unem suas habilidades, recursos financeiros, tecnológicos e industriais, para executar objetivos específicos e determinados.

Do ponto de vista macroeconômico, a SPE é uma estrutura negocial, para a qual duas ou mais entidades vertem seus esforços econômicos, tecnológicos, industriais, dentre outros, de forma a criar uma pessoa jurídica para executar determinados e

---

<sup>85</sup>A SPE deve ser constituída sob a forma de uma sociedade empresária do tipo limitada para que possa se valer do regime de dispensas contido na Instrução CVM nº 400, nos exatos termos dispostos no *item 3.1.2* deste trabalho, haja vista que a SPE também se valerá das plataformas *online* para captação de recursos.

<sup>86</sup>Código Civil: Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados.

<sup>87</sup>GUIMARÃES, Leonardo. A SPE – Sociedade de Propósito Específico. **Revista de direito mercantil**, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: Malheiros editores, ano XLI – n. 125 – janeiro/março 2002. p. 134.

<sup>88</sup>Calixto Salomão Filho entende que as *joint ventures* abrangem todas as formas de associação de empresas com o objetivo de realização de atividade econômica independente e com escopo de lucro.

específicos objetivos. Impende ressaltar que a formação e o desenvolvimento da SPE deverá respeitar, no que lhe couber, os princípios gerais norteadores da constituição de qualquer *joint venture*.<sup>89</sup>

Em que pese a Sociedade de Propósito Específico possua características semelhantes aos consórcios, não se deve confundir os consórcios com as SPEs que, em muitos casos, sucedem os próprios consórcios em sua celebração. Conforme lições de Tomazette<sup>90</sup>, as Sociedades de Propósito Específico possuem personalidade e, conseqüentemente direitos e obrigações próprios. Suas integrantes são sócias, com o regime jurídico próprio dessa condição e não mais o regime jurídico do consórcio de sociedades.

Por outro lado, há que se fazer a distinção, também, com a Sociedade em Conta de Participação (SCP). Nesse sentido, Haroldo Fazano<sup>91</sup> leciona que, uma vez constituída, a SPE adquire personalidade jurídica própria e, portanto, estrutura destacada das sociedades que a constituíram, diferentemente de uma Sociedade em Conta de Participação que se fundamenta na relação jurídica e que um empreendedor (denominado sócio ostensivo) associa-se a investidores (sócios participantes) para a exploração de certa atividade econômica, na qual ao sócio ostensivo caberá a realização - em nome próprio - dos negócios objeto da SCP e, conseqüentemente, a responsabilidade direta por eles.

Nessa linha de raciocínio, podemos dizer que uma vez provida de personalidade jurídica, a SPE, sob uma das formas societárias previstas na legislação brasileira, passa a responder pelos direitos e obrigações decorrentes da realização do empreendimento para o qual foi constituída, podendo, inclusive, ser acionada em juízo.

Tais considerações acerca da Sociedade de Propósito específico são essenciais, haja vista que esta última forma de captação de investimentos via *equity*

---

<sup>89</sup> GUIMARÃES, Leonardo. A SPE – Sociedade de Propósito Específico. **Revista de direito mercantil**, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: Malheiros editores, ano XLI – n. 125 – janeiro/março 2002.p. 137.

<sup>90</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014, v.1. p. 636.

<sup>91</sup> FAZANO, Haroldo Guilherme Vieira. Sociedade de Propósito Específico (Spe): Aspectos Societários, Contábeis, Fiscais e as Incorporações Imobiliárias. **Revista Virtual Direito Brasil**. 2012, v.6. Disponível em: <<http://www.direitobrasil.adv.br/arquivospdf/revista/revistav61/artigos/fa.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2016.

*crowdfunding* está totalmente vinculada às formalidades e características da SPE constituída.

Por este modelo, é a SPE que detém a participação na *startup*. Os investidores que fizerem aportes por meio das campanhas *online* nos sites de *equity crowdfunding* adquirem títulos de dívida conversíveis emitidos pela SPE. Segundo Frederico Rizzo, sócio da *Broota*, as SPEs funcionam como minifundos de capital semente. As dezenas ou até centenas de investidores que aportam recursos na *startup* por meio das plataformas não fazem parte diretamente da empresa investida, mas sim da Sociedade de Propósito Específico.<sup>92</sup>

A estrutura beneficia tanto os investidores, quanto empreendedores. O uso de SPEs cria uma camada protetora extra em relação ao risco de responsabilização que sócios de empresas correm, em caso de problemas com a organização, como falência ou processos trabalhistas. Para os fundadores da *startup*, por sua vez, o uso de SPEs ajuda a eliminar o risco de pulverização de participantes. Para Rizzo, ter um número muito grande de investidores pode atrapalhar em um momento seguinte, quando a *startup* tem de captar recursos junto a fundos de investimento.

---

<sup>92</sup>TAUHATA, Sérgio. CVM aprova novo modelo para investimento coletivo. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 jan. 2016. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/financas/4409358/cvm-aprova-novo-modelo-para-investimento-coletivo>> Acesso em: 30 jul. 2016.

#### 4 O SISTEMA TRIBUTÁRIO BRASILEIRO

Haja vista que o *equity crowdfunding* já fora devidamente apresentado, suas características e regulação já foram analisadas, bem como as estruturas contratuais e societárias aptas a dotar este tipo de investimento, passar-se-á, pois, ao estudo do Sistema Tributário Brasileiro. Especificamente, serão tratados os aspectos do Sistema Tributário pertinentes ao presente estudo, de forma que seja possível vislumbrar como o fenômeno da tributação ocorre no ordenamento jurídico brasileiro e os limites impostos ao legislador quando da criação das exações tributárias vigentes. Tais premissas, por sua vez, são essenciais para a identificação dos tributos passíveis de incidência quando da execução de investimentos via *equity crowdfunding*, objetivo principal deste trabalho.

Eduardo Jardim<sup>93</sup> define “sistema” como sendo um conjunto de elementos interligados harmonicamente e agrupados em torno de princípios fundamentais, que, por sua vez, são as regras diretoras de determinado sistema. Já Hugo de Brito Machado<sup>94</sup> entende que a palavra “sistema”, modernamente, significa o conjunto organizado de partes relacionadas entre si e interdependentes. Ainda para este autor, no Brasil, só se pode afirmar a existência, no plano constitucional, de um sistema tributário, tomada o vocábulo sistema em sentido moderno, a partir da Emenda Constitucional 18/1965, que instituiu a reforma do Sistema Tributário.

É neste contexto que deve ser entendido, por seu turno, o sistema tributário brasileiro. O sistema tributário é, portanto, um conjunto ordenado e lógico de normas relativas à matéria tributária, compreendendo todo o complexo de tributos vigente no país, amparados legalmente pela lei maior que é a Constituição Federal do Brasil. Tais normas estão dispostas organizadamente atendendo os princípios que lhe são atinentes, servindo para atender a necessidade de recursos para manter as atividades de interesse público.

---

<sup>93</sup> JARDIM, Eduardo Marcial Ferreira. **Manual de Direito Financeiro e Tributário**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 206.

<sup>94</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 275.

Nesse sentido, conforme lições de Regina Helena Costa<sup>95</sup>, o sistema tributário nacional é o conjunto de normas constitucionais e infraconstitucionais que disciplinam a atividade tributante, resultando, fundamentalmente, da conjugação de três planos normativos distintos, quais sejam, o texto constitucional, a lei complementar, veiculadora de normas gerais em matéria tributária (o Código Tributário Nacional), e a lei ordinária, instrumento de instituição de tributos por excelência.

Paulo de Barros<sup>96</sup>, no que lhe concerne, considera o sistema constitucional tributário como sendo uma subclasse integrante do sistema constitucional brasileiro, confira-se:

Da concepção global do sistema jurídico-positivo, tomada a expressão como conjunto de normas associadas segundo critérios de organizações prescritiva, e todas elas voltadas para o campo material das condutas interpessoais, extraímos o subsistema das normas constitucionais e, dentro dele, outro subsistema, qual seja o subsistema constitucional tributário. Pode dizer-se, ainda que em traços largos e sobremodo abrangentes, que neste subsistema serão suas unidades integrantes as normas constitucionais que versam, direta ou indiretamente, matéria tributária.

Assim sendo, por pertencer ao estrato mesmo da Constituição, o subsistema tributário realiza a funções do todo, dispondo sobre os poderes capitais do Estado, no campo da tributação, ao lado de medidas que asseguram as garantias imprescindíveis à liberdade das pessoas, diante de tais poderes. O mencionado subsistema, visa assegurar uma construção normativa harmoniosa e conciliadora, destinando-se a atingir o valor supremo da certeza, pela segurança das relações jurídicas que se estabelecem entre Administração e administrados.<sup>97</sup>

Nota-se, pois, que o sistema tributário vigente encontra sua pedra angular na Constituição Federal, especificamente nos artigos 145 a 162, inseridos no Capítulo I do Título VI (“Da tributação e do orçamento”). Tais dispositivos definem os princípios gerais da tributação nacional, as competências e limitações tributárias dos entes federativos, bem como a repartição das receitas tributárias arrecadadas.

---

<sup>95</sup>COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.57.

<sup>96</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 227.

<sup>97</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Curso de Direito Tributário**. 26. Ed. Saraiva: São Paulo, 2015. p. 155.

Deste modo, cabe à Constituição estabelecer os contornos da regra matriz de incidência tributária, isto é, as situações fáticas que poderão ser apreendidas pelo legislador infraconstitucional para a instituição de tributos. Vale dizer, a lei somente poderá contemplar fatos que se encontrem dentro da moldura constitucionalmente traçada para esse fim, o que representa sensível limitação à eleição de situações a ser efetuada pelo legislador.<sup>98</sup>

Ademais, o Código Tributário Nacional, Lei nº 5.172/66 (lei ordinária, recepcionada como lei complementar pela Carta Magna, nos termos do artigo 34, §5º do ADCT), desempenha papel essencial neste sistema. É esta a linha de entendimento de Paulo de Barros, confira-se:

A Lei n. 5172/66 cumpre, em termos de sistema tributário nacional, relevante papel de mecanismo de ajuste, calibrando a produção legislativa ordinária em sintonia com os mandamentos supremos da Constituição de 1988. Posso afirmar, de forma resumida, que exercendo sua missão, essa lei assegura o funcionamento do sistema, quer introduzindo preceitos que regulem as limitações constitucionais ao exercício do poder de tributar, quer dispondo sobre conflitos de competência entre as pessoas políticas de direito constitucional interno, ou disciplinando certas matérias que o constituinte entendeu merecedoras de cuidados especiais. Tudo visando à uniformidade e harmonia do ordenamento como um todo.<sup>99</sup>

Nessa sequência, a Constituição além de conter um conceito implícito de tributo, estabelece os parâmetros principiológicos a serem observados pelo Código Tributário Nacional. O Art. 146<sup>100</sup> da Magna Carta, por sua vez, estabelece que a legislação complementar deve dispor sobre os conflitos de competência entre os

---

<sup>98</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.57.

<sup>99</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 225.

<sup>100</sup> Constituição Federal: Art. 146. Cabe à lei complementar: I - dispor sobre conflitos de competência, em matéria tributária, entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios; II - regular as limitações constitucionais ao poder de tributar; III - estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre: a) definição de tributos e de suas espécies, bem como, em relação aos impostos discriminados nesta Constituição, a dos respectivos fatos geradores, bases de cálculo e contribuintes; b) obrigação, lançamento, crédito, prescrição e decadência tributários; c) adequado tratamento tributário ao ato cooperativo praticado pelas sociedades cooperativas. d) definição de tratamento diferenciado e favorecido para as microempresas e para as empresas de pequeno porte, inclusive regimes especiais ou simplificados no caso do imposto previsto no art. 155, II, das contribuições previstas no art. 195, I e §§ 12 e 13, e da contribuição a que se refere o art. 239. Parágrafo único. A lei complementar de que trata o inciso III, d, também poderá instituir um regime único de arrecadação dos impostos e contribuições da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, observado que: I - será opcional para o contribuinte; II - poderão ser estabelecidas condições de enquadramento diferenciadas por Estado; III - o recolhimento será unificado e centralizado e a distribuição da parcela de recursos pertencentes aos respectivos entes federados será imediata, vedada qualquer retenção ou condicionamento; IV - a arrecadação, a fiscalização e a cobrança poderão ser compartilhadas pelos entes federados, adotado cadastro nacional único de contribuintes.

entes tributantes, regular as limitações constitucionais ao poder de tributar e estabelecer normas gerais para a legislação tributária, atendidos: i) os conceitos e requisitos estabelecidos na Constituição assim como os fatos geradores, base de cálculo e contribuintes; ii) a obrigação, o lançamento, o crédito, a prescrição e também a decadência tributária; iii) tratamento tributário adequado aos atos das sociedades cooperativas; iv) a definição para tratamento diferenciado destinado as microempresas e a empresas de pequeno porte sobre determinados impostos.

Diante da análise deste dispositivo, nota-se que sistema tributário encontra limites constitucionais, de forma que a competência impositiva está expressamente prevista na Constituição da República, de tal sorte que o sistema tributário brasileiro se caracteriza como sendo um sistema rígido. Os sistemas *rígidos*, nas palavras de Hugo de Brito<sup>101</sup>, são os sistemas nos quais o legislador ordinário de quase nenhuma opção dispõe, visto como a Constituição estabelece o disciplinamento completo, traçando todas as suas normas essenciais.

Eduardo Jardim<sup>102</sup>, por seu turno, observa que a mencionada rigidez denota a rigorosa divisão de competência tributária que o constituinte estabeleceu, na medida em que investiu as pessoas políticas de prerrogativas legiferantes tributárias (competências) específicas, privativas e indelegáveis. Para o autor, esta característica é nítida ao se observar que somente o Município pode legislar sobre a taxa de localização, ou só o Estado e o Distrito Federal podem legislar sobre o ICMS, bem como apenas a União é dotada de faculdade de legislar sobre as grandes fortunas. Por outro lado, a apontada rigidez exprime também um traço peculiar de nosso Sistema Tributário, convindo lembrar que a identificação das referidas características é indispensável para o labor exegético.

Neste contexto, Regina Helena Costa<sup>103</sup>, frisa que a Constituição não cria os tributos, mas, indubitavelmente, autoriza a sua instituição dentro de parâmetros objetivos por ela consignados. No tocante aos impostos, o texto Magno traça hipóteses específicas, todas pertinentes a fatos de caráter econômico, tais como

---

<sup>101</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 276.

<sup>102</sup> JARDIM, Eduardo Marcial Ferreira. **Manual de Direito Financeiro e Tributário**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 208.

<sup>103</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.57.

auferir renda e proventos e proventos de qualquer natureza, ser proprietário de imóvel urbano e prestar serviços de qualquer natureza.

Isto posto, faz-se essencial o estudo sobre a denominada “competência tributária” para que se possa compreender como a Constituição dá poderes aos entes federativos para a instituição dos tributos, com observância aos limites constitucionais estipulados, haja vista que este poder não é conferido de forma absoluta, uma vez que o constituinte cria mecanismos para que as exações não sejam criadas de forma arbitrária.

#### 4.1. DA COMPETÊNCIA TRIBUTÁRIA

Inicialmente, como bem lecionado por Roque Antônio Carrazza<sup>104</sup>, é necessário distinguir *poder tributário* de *competência tributária*. O primeiro, por sua vez, é incontestável, absoluto, é a manifestação do *ius imperium* do Estado, do qual a Assembleia Nacional Constituinte era detentora. Todavia, há que se falar, pois, que as pessoas políticas no Brasil possuem tão somente a competência tributária, manifestação da sua autonomia política, sujeita ao ordenamento jurídico-constitucional.

Nessa acepção, Luis Eduardo Schoueri<sup>105</sup> depreende que a competência é matéria exclusivamente constitucional, de tal forma que o constituinte, detentor do poder soberano, teria distribuído parcelas desse poder a cada uma das pessoas jurídicas de direito público, que passariam a exercer esse poder, agora enquanto competência, de modo exclusivo.

Especificamente, há que se falar, aqui, da competência legislativa tributária. Nesse sentido, Paulo de Barros<sup>106</sup> afirma que dentre os assuntos tratados pelo Texto Maior está o da expressão de uma das diversas formas empregadas pelo constituinte para traçar o desenho das competências legiferantes voltadas à instituição de tributos, em que os princípios constitucionais assumem especial relevância, configurando

---

<sup>104</sup> CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 28.ed. rev. ampl e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 565.

<sup>105</sup> SCHOUERI, Luís Eduardo. **Direito Tributário**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 257.

<sup>106</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 228.

preceitos a serem observados pelo legislador infraconstitucional, no momento da criação das normas jurídicas tributárias.

A competência tributária é a possibilidade de criar tributos, descrevendo, legislativamente, suas hipóteses de incidência, seus sujeitos ativos, seus sujeitos passivos, suas bases de cálculo e suas alíquotas, de tal forma que exercitar a competência tributária é dar nascimento, no plano abstrato, a tributos. É este o entendimento de Carrazza, vejamos:

Competência tributária é a aptidão para criar, *in abstracto*, tributos. No Brasil, por injunção do princípio da legalidade, os tributos são criados, *in abstracto*, por meio de lei (art. 150, I, da CF), que deve descrever todos os *elementos essenciais* da norma jurídica tributária. Consideram-se elementos essenciais da norma jurídica tributária os que, de algum modo, influem no *an* e no *quantum* do tributo; a saber: a *hipótese de incidência* do tributo, seu *sujeito ativo*, seu *sujeito passivo*, sua *base de cálculo* e sua *alíquota*. Esses elementos essenciais só podem ser veiculados por meio de lei<sup>107</sup>.

Isto posto, Roque Carrazza alega, ainda, que ao se afirmar que “a Constituição não criou tributos”, empresta-se à frase um significado bem preciso, reconhecendo que ela cuidou pormenorizadamente da tributação, traçando, inclusive, a norma-padrão de incidência de cada uma das exações que poderão ser criadas pela União, pelos Estados, pelos Municípios e pelo Distrito Federal. Para o autor, o tributo só nasce a partir do átimo em que a pessoa pode ser compelida a pagá-lo, por haver acontecido, no mundo fenomênico, o fato hipotetizado na norma jurídica tributária, que só se verifica subsecutivamente à edição, pela pessoa política competente, da lei veiculadora desta mesma norma.<sup>108</sup>

Sob outro enfoque, Tácio Lacerda Gama<sup>109</sup> entende a norma de competência tributária em sentido estrito requer a reunião das proposições construídas a partir da leitura do direito positivo numa estrutura lógico-condicional. No antecedente dessa norma, descreve-se um fato – o processo de enunciação necessário à criação de tributos -, imputa-se a esse fato uma relação jurídica, cujo objeto consiste na faculdade de criar tributos. De forma análoga ao que se dá com as demais normas jurídicas, sem que se construa essa norma em sentido estrito, a análise da competência estará incompleta.

---

<sup>107</sup> CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 28.ed. rev. ampl e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 567.

<sup>108</sup> *Ibidem*, p. 575.

<sup>109</sup> GAMA, Tácio Lacerda. *apud* CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 228.

Por conseguinte, sabe-se que a competência tributária é a faculdade potencial que a Constituição confere às pessoas jurídicas de direito público interno para que, por meio de lei, tributem. Quem pode tributar, pode, igualmente, aumentar a carga tributária, diminuí-la ou até suprimi-la, através da não tributação pura e simples ou do emprego do mecanismo jurídico das isenções. Pode, ainda, perdoar débitos tributários já nascidos ou parcela-los, anistiando, se entender que é o caso, as eventuais infrações tributárias cometidas. O titular da competência tributária não pode nem substancialmente modifica-la, aliená-la, nem renunciá-la. Entretanto, é possível que se deixe de exercitar a competência tributária, que a exerce apenas em parte ou que, após exercitada, venha a perdoar o débito tributário nascido ou a permitir que ele seja saldado em prestações sucessivas.<sup>110</sup>

Hugo de Brito Machado<sup>111</sup> corrobora com o entendimento aqui demonstrado, ao dizer que cada uma das pessoas jurídicas de direito público tem sua competência tributária, que é uma parcela do poder tributário. O autor lembra, ainda, que o exercício dessa competência, porém, não é absoluto, de forma que o Direito impõe limitações à competência tributária, ora no interesse do cidadão, ou da comunidade, ora no interesse do relacionamento entre as próprias pessoas jurídicas titulares da competência tributária.

Tais limitações são, em verdade, impostas ao poder de tributar, e dessas limitações do disciplinamento jurídico do poder, resulta a competência<sup>112</sup>, de tal sorte que alguns autores tratam a como “limitação da competência”, enquanto outros de “limitações ao poder de tributar”. Estas limitações são contenções ao exercício da atividade estatal, restrições impostas pelo sistema jurídico às entidades dotadas deste poder.

Brito Machado define que, em sentido restrito, entende-se como *limitações do poder de tributar* o conjunto de regras estabelecidas pela Constituição Federal, em seus arts. 150 a 152, nas quais residem princípios fundamentais do direito constitucional tributário, a saber: (a) legalidade; (b) isonomia; (c) irretroatividade; (d) anterioridade;

---

<sup>110</sup> CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 28.ed. rev. ampl e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 569.

<sup>111</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 278.

<sup>112</sup> *Ibidem, loc cit.*

(e) proibição do confisco; (f) liberdade de tráfego; (g) imunidades; (h) outras limitações.

Observadas as limitações ao poder de tributar, sabe-se que a obrigação tributária somente nascerá, quanto, tendo a lei traçado todos os aspectos da norma jurídica tributária, verificar-se o fato imponible<sup>113</sup>.

Todavia, ao discriminar o fato imponible, o legislador deve observar sempre os conceitos já elaborados no direito civil, no direito comercial ou no direito administrativo, ao delimitar os critérios das regras-matrizes de incidência de tributos. Por este motivo, quando a lei tributária não dispuser de modo diverso, os institutos, os conceitos e as formas de outros ramos do direito deverão ser preservados nas suas características originais.

Assim, conforme disciplinado por Heleno Taveira Torres<sup>114</sup>, o legislador tributário somente se vai limitar por uma espécie de *princípio conservativo* dos tipos e formas dos atos e negócios jurídicos de direito privado quando estes se encontrem relacionados com aqueles adotados pela Constituição Federal para a distribuição de competências tributárias, sem que isso implique reconhecer qualquer prevalência do direito privado sobre o tributário, porquanto a prevalência seja exclusivamente do direito constitucional. Por conseguinte, este caráter conservativo das competências materiais para os domínios da administração tributária, para os efeitos dos atos de aplicação, pela submissão à legalidade e pela impossibilidade de exercer alguma espécie de função criativa de novos tipos de conceitos normativos relativamente aos que foram construídos pelo legislador, nos termos constitucionais.

Nesse sentido, eis o entendimento de Luciano Amaro:

O que se veda à lei tributária é a modificação de conceitos que tenham sido utilizados por lei superior para a *definição da competência*, se da modificação puder resultar *ampliação* da competência. Por isso, se a regra que outorga competência tributária (e, portanto, dá os contornos do campo sobre o qual é exercitável a competência) autoriza a tributação de *imóvel*, não pode o legislador tributário equiparar *móveis* a *imóveis*, para efeitos fiscais, sob pena de ampliar, ilegitimamente, sua esfera de competência.<sup>115</sup>

---

<sup>113</sup> Geraldo Ataliba define o fato imponible como sendo o fato concreto, localizado no tempo e no espaço, acontecido efetivamente no universo fenomênico, que – por corresponder rigorosamente à descrição prévia, hipoteticamente formulada pela hipótese de incidência legal – dá nascimento à obrigação tributária. (ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**)

<sup>114</sup> TÓRRES, Heleno Taveira. Interpretação e Integração das normas tributárias. In **Tratado de Direito Constitucional Tributário**. São Paulo: Saraiva, 2005. p.115.

<sup>115</sup> AMARO, Luciano. **Direito Tributário Brasileiro**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 123 *et seq.*

É nesta lógica que se enquadra o artigo 110 do Código Tributário Nacional ao dispor que “a lei tributária não pode alterar a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado, utilizados, expressa ou implicitamente, pela Constituição Federal, pelas Constituições dos Estados, ou pelas Leis Orgânicas do Distrito Federal ou dos Municípios, para definir ou limitar competências tributárias”.

O supramencionado dispositivo permite duas conclusões<sup>116</sup>: a) em regra, não é vedado à lei tributária modificar institutos, conceitos e formas do direito privado; b) a exceção diz respeito aos conceitos que tenham sido utilizados, expressa ou implicitamente, por lei constitucional para a definição da competência tributária.

Ainda neste sentido, Amaro defende que tal dispositivo está mal posicionado no CTN, de forma que não se trata de regra de interpretação ou integração da legislação tributária (como sugere o capítulo em que o artigo se insere), mas sim de preceito que define as fronteiras da competência tributária. O art. 110 é atinente à definição da competência tributária, dirigido ao legislador. Ademais, refere-se, de forma expressa, somente a conceitos de “direito privado”, mas a regra nele concebida vale também para conceitos de direito público que possam ser utilizados na definição da competência tributária.

Helena Taveira<sup>117</sup>, em análise conjunta deste dispositivo com o teor do art. 109 do CTN<sup>118</sup>, entende que a “a lei tributária” somente poderá alterar *a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado* quando estes não forem tipos constitucionalmente previstos para repartição de competências. O art. Art. 146, I, da CF impõe na atualidade esta coerência, haja vista que pudessem a União, o Distrito Federal, ou Estados ou os Municípios manipular os conceitos que servem à repartição de competências, mediante leis suas, modificando os tipos prescritos, restaria prejudicada a hierarquia normativa e os princípios garantistas de certeza e segurança jurídica.

Por fim, cumpre notar que o significado do dispositivo vai além de apenas definir vedação à ampliação da competência tributária em face aos conceitos de direito privado. Desdobrando o princípio trazido pelo artigo, infere-se que resta também

---

<sup>116</sup> *Ibidem*. p. 125.

<sup>117</sup> TÔRRES, Helena Taveira. Interpretação e Integração das normas tributárias. *In Tratado de Direito Constitucional Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2005. p.115.

<sup>118</sup> Código Tributário Nacional: Art. 109. Os princípios gerais de direito privado utilizam-se para pesquisa da definição, do conteúdo e do alcance de seus institutos, conceitos e formas, mas não para definição dos respectivos efeitos tributários.

vedado à lei instituidora de tributo promover a alteração do conceito *léxico* de palavras utilizadas por norma superior para a definição da competência, de tal forma que a lei tributária não pode, por exemplo, ampliar o conceito de veículo automotor, utilizado para definição da competência tributária estadual, para fazê-lo abranger bicicletas ou animais. É o que entende Luciano Amaro<sup>119</sup>.

#### 4.2. DA LEGALIDADE E TIPICIDADE TRIBUTÁRIA

Tento em vista o que acima exposto sobre a competência tributária, viu-se que a Constituição estabelece as limitações ao poder de tributar, disciplinando princípios que devem ser observados quando da criação das exações tributárias. Assim, far-se-á, aqui, a análise de duas das limitações impostas, quais sejam os princípios da legalidade e tipicidade tributária.

Nas palavras de Carrazza, “no Brasil, a instituição e cobrança de tributos estão limitadas pelo *princípio da legalidade*, uma das traves mestras de nosso direito tributário”<sup>120</sup>. Para autor, ao contrário das demais normas jurídicas, que nem sempre estão diretamente atreladas ao princípio da legalidade, as normas jurídicas tributárias têm sua incidência diretamente relacionada à realização de um fato (ou estado de fato) minuciosamente descrito em lei.

Sobre este princípio, confira-se o entendimento de Paulo de Barros:

O primeiro é o cânone da legalidade, projetando-se sobre todos os domínios do direito e inserido no artigo 5º, II, do Texto Constitucional vigente: “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”. No setor do direito tributário, porém, esse imperativo ganha feição de maior severidade, por força do que se conclui da leitura do artigo 150, I, do mesmo Diploma: “sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios: I – exigir ou aumentar tributo sem lei que o estabeleça”. Em outras palavras, qualquer das pessoas políticas de direito constitucional interno somente poderá instituir tributos, isto é, descrever a regra matriz de incidência, ou aumentar os existentes, majorando a base de cálculo ou a alíquota, mediante expedição de lei.<sup>121</sup>

Para este autor, o princípio da legalidade é limite objetivo que se presta, ao mesmo tempo, para oferecer segurança jurídica aos cidadãos, na certeza de que não serão

<sup>119</sup> AMARO, Luciano. *Direito Tributário Brasileiro*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 124.

<sup>120</sup> CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 28.ed. rev. ampl e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 267.

<sup>121</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 228.

compelidos a praticar ações diversas daquelas prescritas por representantes legislativos, e para assegurar a observância ao primado constitucional da tripartição de poderes. Entretanto, o princípio da estrita legalidade acresce os rigores procedimentais em matéria de tributo, ao determinar que a lei traga, no seu bojo, os elementos descritores do fato jurídico e os dados prescritores da relação obrigacional, de tal forma que este *plus* caracteriza a tipicidade tributária.<sup>122</sup>

Sobre tipicidade tributária cumpre destacar a observação inferida por Sacha Calmon<sup>123</sup> ao mencionar que o princípio da tipicidade nunca é expresso nas Constituições e nas leis nominalmente. Tipicidade ou precisão conceitual é o outro nome do princípio da legalidade material. Nestes termos, é preciso dizer que, enquanto a legalidade formal diz respeito ao veículo (lei), a tipicidade entronca com o conteúdo da lei (norma). O princípio da tipicidade é tema normativo, pois diz respeito ao conteúdo da lei.

Derzi, por sua vez, elucida que o princípio da legalidade materialmente considerado refere-se ao conteúdo da lei e ao grau de concreção e especificidade de suas normas. Enfatiza, ainda, que “onde quer o legislador reforçar a segurança jurídica, impõe a legalidade material absoluta. A norma legal colhe então o tipo (socialmente aberto) modelando-o e fechando-o em conceitos determinados”<sup>124</sup>

Por seu turno, o art. 97 do Código Tributário Nacional mostra-se essencial para atestar a intrínseca relação entre legalidade e tipicidade, *verbis*:

**Art. 97. Somente a lei pode estabelecer:**

**I - a instituição de tributos, ou a sua extinção;**

II - a majoração de tributos, ou sua redução, ressalvado o disposto nos artigos 21, 26, 39, 57 e 65;

**III - a definição do fato gerador da obrigação tributária principal, ressalvado o disposto no inciso I do § 3º do artigo 52, e do seu sujeito passivo;**

**IV - a fixação de alíquota do tributo e da sua base de cálculo, ressalvado o disposto nos artigos 21, 26, 39, 57 e 65;**

V - a cominação de penalidades para as ações ou omissões contrárias a seus dispositivos, ou para outras infrações nela definidas;

VI - as hipóteses de exclusão, suspensão e extinção de créditos tributários, ou de dispensa ou redução de penalidades.

§ 1º Equipara-se à majoração do tributo a modificação da sua base de cálculo, que importe em torná-lo mais oneroso.

<sup>122</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 232.

<sup>123</sup> COÊLHO, Sacha Calmon Navarro. **Curso de Direito Tributário Brasileiro**. 14. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, p. 179.

<sup>124</sup> DERZI, Misabel Abreu Machado. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Limitações Constitucionais ao Poder de Tributar**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p.183 – 184.

§ 2º Não constitui majoração de tributo, para os fins do disposto no inciso II deste artigo, a atualização do valor monetário da respectiva base de cálculo. (grifamos)

O princípio da legalidade, puramente, cinge-se a requerer lei em sentido formal, continente de prescrição jurídica abstrata. Todavia, para a legalidade material, o que interessa é o conteúdo daquilo que está reservado à lei.

Ademais, consoante se verifica no supramencionado dispositivo, por força do princípio da tipicidade requer-se, pois, que o fato gerador e o dever tributário sejam rigorosamente previstos e descritos pelo legislador. Por isso, é preciso observar que a tipicidade não é só do fato jurígeno-tributária, como também do dever jurídico decorrente (sujeitos ativos e passivos, bases de cálculo, alíquotas, fatores outros de quantificação, *quantum debeatur* - como quando, onde pagar o tributo). Tipificada, isto é, rigorosamente legislada, deve ser a norma jurídico-tributária, por inteiro, envolvendo o descritor e o prescritor, conforme lecionado por Sacha Calmon<sup>125</sup>.

Na mesma linha caminha o entendimento de Paulo de Barros<sup>126</sup>, ao disciplinar que a tipicidade deve ser aplicada, na plenitude, à regra-matriz de incidência tributária: sua estrutura lógico-sintática há de ser saturada com as significações do direito positivo. O autor, ao remontar a diretriz da estrita legalidade, lembra que não podem ser utilizados outros enunciados, senão aqueles introduzidos por lei. Assim, nas palavras de Barros Carvalho, seja a menção genérica do acontecimento factual, com seus critérios compositivos (material, espacial e temporal), seja a regulação da conduta, firmada no consequente, também com seus critérios próprios, vale dizer, indicação dos sujeitos ativo e passivo (critério pessoal), bem como da base de cálculo e da alíquota (critério quantitativo), tudo deverá ser expresso em enunciados legais.

Em suma, nota-se que a lei tributária deve conter todos os elementos necessários à chamada regra-matriz de incidência, tal qual a descrição de um evento de possível ocorrência para a norma poder operar, e a prescrição de uma relação jurídica que vai nascer quando ocorrer esse acontecimento.

---

<sup>125</sup> COELHO, Sacha Calmon Navarro. **Curso de Direito Tributário Brasileiro**. 14. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, p. 179.

<sup>126</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 248.

Nestes termos, convém lembrar que Sacha Calmon<sup>127</sup> classifica tipicidade tributária como cerrada, de forma a se evitar que o administrador ou o juiz interfiram na sua modelação pela via interpretativa ou integrativa. Assim, no Direito Tributário, além de se exigir seja o fato gerador tipificado, o dever de pagar o tributo também deve sê-lo em todos os seus elementos, pois aqui importantes são tanto a previsão do tributo quanto o seu pagamento.

Para Derzi, os conceitos fechados se caracterizam por denotar o objeto através de notas irrenunciáveis, fixas e rígidas, determinantes. Na visão da autora, o conceito determinado e fechado (tipo fechado) significa um reforço à segurança jurídica, à primazia da lei, à uniformidade no tratamento dos casos isolados, em prejuízo da funcionalidade e adaptação da estrutura normativa às mutações socioeconômicas.<sup>128</sup>

Ademais, cumpre notar que o princípio da tipicidade tributária se define em duas dimensões, como lecionado por Paulo de Barros<sup>129</sup>: (i) no plano legislativo (dimensão tratada acima de forma exaustiva), como a estrita necessidade de que a lei adventícia traga no seu bojo, de modo expresso e inequívoco, os elementos descritores do fato jurídico e os dados prescritores da relação obrigacional; e (ii) no plano da facticidade, como exigência da estrita subsunção do evento aos preceitos estabelecidos na regra tributária que o prevê, vinculando-se, obviamente, à adequada correspondência estabelecida entre a obrigação que adveio do fato protocolar e a previsão genérica constante na norma abstrata, conhecida como “regra-matriz de incidência”.

Nesse sentido, a tipicidade tributária significa a exata adequação do fato à norma, e, por isso mesmo, surgimento da relação jurídica se condicionará ao evento da subsunção, que é a plena correspondência entre o fato jurídico tributário e a hipótese de incidência, fazendo surgir a obrigação correspondente, nos exatos termos previstos em lei. Não se verificando, pois, a perfeita adequação, inexistirá obrigação tributária.

---

<sup>127</sup> COELHO, Sacha Calmon Navarro. **Curso de Direito Tributário Brasileiro**. 14. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, p. 179.

<sup>128</sup> DERZI, Misabel Abreu Machado. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Limitações Constitucionais ao Poder de Tributar**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p.181.

<sup>129</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, p. 248.

### 4.3 A NORMA TRIBUTÁRIA E A HIPÓTESE DE INCIDÊNCIA

Ainda decorrente dos desdobramentos das competências constitucionais tributárias, é imperioso ressaltar que o constituinte prescreveu a norma-padrão de incidência (o arquétipo, a regra-matriz) de cada exação. Conforme Carrazza<sup>130</sup>, a Magna Carta apontou a hipótese de incidência possível, o sujeito ativo possível, o sujeito passível possível, a base de cálculo possível e a alíquota possível, das várias espécies e subespécies de tributos, de tal forma que o legislador, no exercício da competência tributária que lhe foi conferida, deverá ser fiel à norma-padrão de incidência do tributo, pré-traçada na Constituição, não podendo esquivar-se deste arquétipo constitucional.

Geraldo Ataliba, por sua vez, conceitua “hipótese de incidência” como sendo “a descrição legislativa (necessariamente hipotética) de um fato a cuja ocorrência *in concreto* a lei atribui a força jurídica de determinar o nascimento da obrigação tributária”.<sup>131</sup>

Noutras palavras, Regina Helena Costa<sup>132</sup> define como hipótese de incidência tributária a descrição legislativa de um fato que, ocorrendo, enseja o nascimento da obrigação tributária principal. Trata-se, portanto, de uma situação fática, apontada pela lei, como apta a deflagrar o surgimento da obrigação de pagar tributo.

Para a jurista, a hipótese de incidência tributária fragmenta-se em *antecedente* e *consequente*. No antecedente, descreve o fato, apontando as coordenadas de espaço e tempo de sua ocorrência. No consequente, prescreve uma relação jurídica dela decorrente, indicando seus sujeitos, bem como seu objeto. Elenca, ainda, que para fins didáticos a hipótese de incidência pode ser cingida em cinco aspectos ou critérios<sup>133</sup>: no antecedente, figuram os aspectos material, espacial e temporal; no consequente, os aspectos pessoal e quantitativo.

---

<sup>130</sup> CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 28.ed. rev. ampl e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 267.

<sup>131</sup> ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 58.

<sup>132</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.57.

<sup>133</sup> A utilização do vocábulo “critérios” para definição dos aspectos da hipótese de incidência é via eleita por Paulo de Barros. Para o autor, a hipótese de incidência tributária possui estrutura cuja junção dos *critérios de identificação* dá surgimento à *regra-matriz* tributária. (CARVALHO, Paulo de Barros. **Curso de Direito Tributário**).

A confluência dos mencionados aspectos é imprescindível para descrever, com suficiência de dados, o fato imponible. Destarte, cabe ressaltar a observação feita por Ataliba ao destacar que a hipótese de incidência mantém seu caráter unitário, mesmo que descrita em dispositivos múltiplos:

Pois esta categoria ou protótipo (hipótese de incidência) se apresenta sob variados aspectos, cuja reunião lhe dá identidade. Tais aspectos não vêm necessariamente arrolados de forma explícita e integrada por lei. Pode haver – e tal é o caso mais raro – uma lei que os enumere e especifique a todos, mas, normalmente, os aspectos integrativos da hipótese de incidência estão esparsos na lei, ou em diversas leis, sendo que muitos são implícitos no sistema jurídico. Esta multiplicidade de aspectos não prejudica, como visto, o caráter unitário e indivisível da hipótese de incidência.<sup>134</sup>

A hipótese de incidência forma-se, portanto, a partir da combinação dos aspectos material, espacial, temporal, pessoal e quantitativo. Isto posto, passar-se-á à análise, individualizada, destes aspectos componentes da hipótese de incidência tributária.

Como visto, a norma tributária, como outras normas jurídicas, possui um antecedente e um conseqüente. No antecedente da norma tributária concentram-se três aspectos: material, espacial e temporal. O conseqüente, por sua vez, conjuga os aspectos pessoal e quantitativo. Assim sendo, é nesta ordem lógica que serão estudados, a seguir, os aspectos integrantes da hipótese de incidência tributária.

#### 4.3.1 Aspecto material

O aspecto material é o núcleo da norma jurídica tributária, é aquele que descreve a conduta ou estado do sujeito. Regina Helena entende que a materialidade pode ser identificada pelo verbo empregado na descrição do fato e seu complemento: *auferir* renda, *prestar* serviço de qualquer natureza, *ser proprietário* de veículo automotor, *ser proprietário* de imóvel urbano.<sup>135</sup>

Com efeito, Hugo de Brito<sup>136</sup> destaca que a expressão “fato gerador da obrigação tributária” é habitualmente utilizada para designar o aspecto objetivo ou nuclear, vale dizer, a materialidade do fato gerador da obrigação tributária principal. Todavia,

---

<sup>134</sup> ATALIBA, Geraldo. *Hipótese de Incidência Tributária*. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p.76.

<sup>135</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.59.

<sup>136</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 278.

trata-se de um aspecto apenas, embora nuclear, o mais importante, em torno do qual gravitam os demais, a completar o vínculo jurídico obrigacional tributário.

Ataliba<sup>137</sup>, por seu turno, defende que é neste aspecto que se encontra a designação de todos os dados de ordem objetiva, configuradores do arquétipo em que a hipótese de incidência consiste. Na visão do autor, é o aspecto mais complexo, sendo a própria consistência material do fato ou estado de fato descrito pela hipótese de incidência.

Hugo de Brito, por sua vez, ressalva a necessidade da existência da *expressão econômica* na caracterização do aspecto material, conforme se observa:

Esse aspecto nuclear, essa materialidade, objeto da obrigação tributária principal, há de ser quantificado e expresso em moeda. Essa expressão pode ser diretamente referida pela lei, mas não é assim que geralmente acontece. Em regra, a lei descreve a denominada hipótese de incidência tributária reportando-se a fatos economicamente significativos, e estabelece os critérios a serem utilizados para a quantificação do tributo. A lei diz, por exemplo, que o fato gerador do imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias é a saída da mercadoria do estabelecimento comercial, industrial ou produtor. E estabelece os critérios a serem utilizados para a quantificação do imposto, vale dizer, a base de cálculo e a alíquota.

A descrição do aspecto material, ou nuclear, do fato gerador da obrigação tributária alberga necessariamente uma expressão econômica, que se presta como elemento essencial para a quantificação do objeto correspondente.<sup>138</sup>

Ademais, este aspecto oferta a verdadeira consistência da hipótese de incidência. Contém a indicação de sua substância essencial, que é o que de mais importante e decisivo há na sua configuração. Para Geraldo Ataliba “é o mais importante aspecto, do ponto de vista funcional e operativo do conceito (de h.i.)”<sup>139</sup>, haja vista que, propriamente, revela sua essência, permitindo sua caracterização e individualização, em função de as demais hipóteses de incidência.

Isto posto, resta claro o motivo pelo qual este aspecto foi escolhido para ser tratado de forma detalhada, para que a partir da análise dos aspectos materiais específicos de cada tributo examinado neste trabalho, se possa verificar a possibilidade de tributação dos investimentos realizados por meio do financiamento coletivo empresarial.

---

<sup>137</sup> ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 106.

<sup>138</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 278.

<sup>139</sup> ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 106 – 107.

### 4.3.2 Aspecto espacial

É nesse aspecto que se encontram as coordenadas de lugar e de espaço, onde será possível a ocorrência do fato imponible, que somente se dá por ocorrido em lugar certo, determinado e nos termos das regras aplicáveis.

Paulo de Barros, por sua vez, entende que os elementos indicadores da espacialidade, nos termos das normas tributárias, devem se estabelecer em congruência uma das três seguintes formas compositivas: a) hipótese cujo critério espacial faz menção a determinado local para a ocorrência do fato típico; b) hipótese em que o critério espacial alude a áreas específicas, de tal sorte que o acontecimento apenas ocorrerá se dentro delas estiver geograficamente contido; c) hipótese de critério espacial bem genérico, onde todo e qualquer fato, que suceda sob o manto da vigência territorial da lei instituidora, estará apto a desencadear seus efeitos peculiares.

Nesse sentido, confira-se o entendimento de Ataliba:

Como descrição legal – condicionante de um comando legislativo – a h.i. só qualifica um fato, como hábil a determinar o nascimento de uma obrigação, quando este fato se dê (se realize, ocorra) no âmbito territorial de validade da lei, isto é, na área espacial a que se estende a competência do legislador tributário. Isto é consequência do princípio da territorialidade da lei, perfeitamente aplicável ao direito tributário.<sup>140</sup>

Em suma, o aspecto espacial traduz-se na indicação do local onde se considera ocorrido o nascimento da obrigação tributária, que deve ser estabelecido em observância ao princípio da territorialidade.

### 4.3.3 Aspecto temporal

São as coordenadas de tempo descritas na hipótese de incidência tributária, responsáveis pela descrição do momento temporal exato no qual a regra de tributação deve incidir sobre o fato imponible.

A este respeito, Geraldo Ataliba aponta que:

A lei continente da h.i. tributária traz a indicação das circunstâncias de tempo, importantes para a configuração dos fatos imponíveis. Esta

---

<sup>140</sup> ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 104

indicação pode ser implícita ou explícita. Na maioria das vezes é simplesmente implícita.

[...]

Define-se o aspecto temporal da h.i. como a propriedade que esta tem de designar (explícita ou implicitamente) o momento em que se deve reputar consumado (acontecido, realizado) um fato imponible.<sup>141</sup>

Isto posto, nota-se que é a partir desse dado temporal exato, contido implícita ou explicitamente na lei tributária, que é possível indicar com precisão o momento do nascimento da obrigação tributária.

#### 4.3.4 Aspecto pessoal

Já adentrando no trato do conseqüente normativo ou mandamento da norma tributária, encontramos o aspecto ou critério pessoal composto por dois elementos indispensáveis para a constituição do vínculo obrigacional, quais sejam: o sujeito ativo e o sujeito passivo da relação obrigacional tributária. É no aspecto pessoal que podemos identificar os sujeitos da relação jurídica que se estabelece pelo acontecimento do fato imponible.

O aspecto pessoal, ou subjetivo, é a qualidade – inerente à hipótese de incidência – que determina os sujeitos da obrigação tributária, que o fato imponible fará nascer. Consiste numa conexão (relação de fato) entre o núcleo da hipótese de incidência e duas pessoas, que serão erigidas, em virtude do fato imponible e por força de lei, em sujeitos da obrigação. É, pois, um critério de indicação de sujeitos, que se contém na h.i.

O sujeito ativo da obrigação tributária, por seu turno, é o detentor da capacidade tributária ativa (aquele que detém a aptidão para arrecadar e fiscalizar o tributo). Com efeito, nas palavras do professor Geraldo Ataliba<sup>142</sup>, “sujeito ativo é o credor da obrigação tributária. É a pessoa a quem a lei atribui a exigibilidade do tributo. Só a lei pode designar o sujeito ativo. Esta designação compõe a h.i., integrando seu aspecto pessoal”.

Lado outro, ainda conforme definição de Ataliba, o sujeito passivo é o devedor, convencionalmente chamado contribuinte. É a pessoa que fina na contingência legal de ter o comportamento objeto da obrigação, em detrimento do próprio patrimônio e em favor do sujeito ativo.

<sup>141</sup> ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 94.

<sup>142</sup> *Ibidem, loc cit.*

O aspecto pessoal, portanto, diz respeito aos personagens que integrantes da relação jurídica configurada como obrigação tributária principal, quais sejam os sujeitos ativo e passivo.

#### 4.3.5 Aspecto quantitativo

O aspecto quantitativo se encontra no mandamento ou consequente da norma jurídica tributária. É nele que estão contidos os dados necessários para chegar ao *quantum debeatur* do tributo. É a definição da dívida tributária explicitada por Paulo de Barros<sup>143</sup>, como sendo o centro de convergência do direito subjetivo, de que é titular o sujeito ativo, e do dever jurídico cometido ao sujeito passivo, é um valor patrimonial expresso em dinheiro, no caso das obrigações tributárias.

Em outra passagem, Barros de Carvalho sintetiza o *critério* quantitativo da seguinte forma:

O grupo de notícias informativas que o intérprete obtém da leitura atenta dos textos legais, e que lhe faz possível precisar, com segurança, a exata quantia devida a título de tributo, é aquilo que chamamos de critério quantitativo do consequente das normas tributárias. Há de vir sempre explícito pela conjugação de duas identidades: base de cálculo e alíquota.

Sinteticamente, Regina Helena<sup>144</sup> afirma que a base de cálculo destina-se a mensurar a expressão econômica do fato, que, conjugada à alíquota, enseja a apuração do valor do débito tributário.

Com efeito, observa-se os aspectos pessoal e quantitativo compõem o consequente da hipótese de incidência tributária. Assim, uma vez descrita a materialidade e indicadas as coordenadas espacial e temporal do fato no antecedente da norma, nasce uma relação jurídica mediante a qual um sujeito possui o direito de exigir o tributo e outro sujeito, indicando-se o valor da prestação correspondente.

Assim sendo, é notório observar que o legislador constituinte entabulou enunciados que necessariamente deverão compor as normas jurídicas instituidoras dos tributos, propiciando o mínimo necessário para cada tributo. Nesse sentido, a hipótese de

---

<sup>143</sup> CARVALHO, Paulo de Barros. **Curso de Direito Tributário**. 26. Ed. Saraiva: São Paulo, 2015. p. 316.

<sup>144</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.59.

incidência, composta pelos aspectos acima mencionados, contém a fiel descrição dos elementos essenciais a dar ensejo ao nascimento da obrigação tributária.

Isto posto, nota-se que a competência tributária é a possibilidade de criar tributos, descrevendo, legislativamente, suas hipóteses de incidência. Esta competência, por sua vez, não é absoluta, de forma de o legislador, deve observar as limitações constitucionais existentes.

Assim, em observância aos princípios constitucionais limitadores, ocorre a descrição legal da hipótese de incidência tributária (em todos seus aspectos acima mencionados), contendo um fato que, ocorrendo, enseja o nascimento da obrigação tributária principal. Nesse sentido, é notório ressaltar que só haverá subsunção do fato a norma nascendo a obrigação tributária, se o fato se encaixar perfeitamente na descrição normativa do antecedente, por força do princípio da tipicidade.

Todavia, convém esclarecer que a análise desenvolvida a seguir, será realizada, de forma pormenorizada, tão somente quanto ao aspecto material da hipótese de incidência. Isto porque o objetivo do presente trabalho é examinar a ação/comportamento, decorrente da realização dos investimentos por *equity crowdfunding*, passível de tributação (ou não). Em outras palavras, é necessário verificar se o ato de realizar os mencionados investimentos adequa-se à materialidade das exações tributárias vigentes no ordenamento jurídico brasileiro, fazendo nascer (quando observados também a ocorrência dos demais aspectos descritos na norma hipotética do tipo tributário) a obrigação de pagar tributo.

## **5 OS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS DOS INVESTIMENTOS REALIZADOS POR MEIO DO *EQUITY CROWDFUNDING***

Inicialmente, cumpre notar que as definições até aqui realizadas relativas ao *equity crowdfunding*, bem como o estudo sobre conceitos referentes ao sistema tributário brasileiro, quais sejam: a definição da competência tributária e as decorrentes limitações ao poder de tributar, assim como a estrutura da regra matriz da hipótese de incidência, foram realizadas para que se pudesse chegar a análise dos tributos em espécie, tal como sua abrangência e incidência.

Nesse sentido, este capítulo dedica-se ao estudo específico dois tributos, sendo o Imposto de Renda e Imposto sobre Operações Financeiras. O estudo destes tributos será direcionado a avaliar a possibilidade de incidência de tais exações sobre os investimentos viabilizados por *equity crowdfunding*, sejam eles realizados através de contratos de dívida conversível, contratos de investimento coletivo ou mesmo através da constituição de uma sociedade de propósito específico.

Como anteriormente mencionado, a análise a seguir terá como foco o estudo aspecto material dos mencionados impostos, para que se possa concluir, através da adequação da hipótese fática com a hipótese normativa, eventual de incidência de cada exação sobre a espécie de investimento estudada ao longo deste trabalho, em suas mais diversas modalidades.

Com efeito, no âmbito do presente trabalho não há espaço para a análise detalhada de todo o campo de incidência dos impostos a seguir estudados, tampouco esgotar a análise dos aspectos constitucionais que resultam em sua instituição e cobrança. O objetivo, então, é conferir uma noção abrangente a respeito dos elementos que oferecem arcabouço para a atividade do legislador, na definição do ente competente para exercício da capacidade tributária ativa, na verificação da extensão material dos tributos e na identificação dos princípios elementares para a formação dos arquétipos tributários em análise.

### **5.1. DO IMPOSTO DE RENDA E PROVENTOS DE QUALQUER NATUREZA (IR)**

É da União Federal a competência tributária para instituição do Imposto de Renda e Proventos de Qualquer Natureza, nos termos do artigo 153, III, da Constituição Federal, *verbis*:

Art. 153. Compete à União instituir impostos sobre:

[...]

III - renda e proventos de qualquer natureza;

[...]

§ 2º O imposto previsto no inciso III:

I - será informado pelos critérios da generalidade, da universalidade e da progressividade, na forma da lei;

Com efeito, o §2º do supramencionado artigo estabelece princípios a serem observados para a instituição do imposto, quais sejam: a generalidade, universalidade e progressividade, além, é claro, dos princípios constitucionais tributários gerais.

Em suma, o princípio da universalidade corresponde à obrigatoriedade de o imposto sobre a renda abranger todos os fatos que contribuam para identificação da renda, independentemente de sua fonte, origem ou natureza, de forma a evitar que ocorram distinções na tributação da renda segundo a sua procedência. Por sua vez, o princípio da generalidade corresponde à impossibilidade de o ente tributante instituir diferenciações por critérios diversos daqueles relacionados ao fato tributável pelo imposto. Por fim, o princípio da progressividade estabelece que a fixação de alíquotas do imposto de renda deve observar variação progressiva conforme o aumento da base de cálculo, em consonância ao princípio da capacidade contributiva<sup>145</sup>. É este o entendimento de Patricia Linhares Gaudenzi<sup>146</sup>.

Sobre estas exigências, confira-se a opinião do professor Sacha Calmon:

Tem-se, na junção desses dois preceitos, o desejo do constituinte de tornar o imposto de renda *geral* (incidindo sobre todos os rendimentos), *universal* (pago por todos), *igual* (para os iguais) e desigual em dada classe de pessoas, na medida de suas desigualdades, em homenagem à capacidade contributiva, em razão da qual a *progressividade* se justapõe à técnica de incidência do gravame. Entretanto, não se trata apenas de intenções. São determinações cogentes endereçadas ao legislador ordinário e controláveis pelo Poder Judiciário, cabendo ao Executivo unicamente cumprir a Constituição.<sup>147</sup>

<sup>145</sup> A capacidade contributiva, conforme Regina Helena Costa, é a aptidão econômica do sujeito para suportar ou ser destinatário de impostos, que depende de dois elementos: o volume de recursos que o sujeito possui para satisfazer o gravame e a necessidade que tem de tais recursos. (COSTA, Regina Helena. **Princípio da Capacidade Contributiva**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2003. p.26.)

<sup>146</sup> GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 105 - 106.

<sup>147</sup> COELHO, Sacha Calmon Navarro. **Curso de Direito Tributário Brasileiro**. 14. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, p. 296.

Ademais, vale mencionar que é imposto de renda é um tributo de função nitidamente fiscal, possuindo enorme importância no orçamento da União Federal, haja vista que figura como a principal fonte de receita tributária deste ente.<sup>148</sup>

Como visto, a União possui competência para tributar, através de imposto, “renda e proventos de qualquer natureza”. Todavia, conforme entendimento de Paulsen e Soares de Melo<sup>149</sup>, a extensão dos termos “renda” e “proventos de qualquer natureza” dá o contorno do que pode ser tributado e do que não pode ser tributado a tal título, de forma que o legislador ordinário não pode extrapolar a amplitude destes conceitos, sob pena de inconstitucionalidade.

A Constituição Federal contém os conteúdos mínimos sobre a “renda” e “proventos de qualquer natureza” que devem ser, obrigatoriamente, observados na criação da hipótese de incidência do referido imposto. Nesse sentido, Roque Antonio Carrazza<sup>150</sup> destaca que “*renda e proventos de qualquer natureza* no Brasil é algo que não se confunde com a materialidade dos demais impostos contemplados nos arts. 153, 154, I, 155 e 156 da CF”.

Dessa forma, pode-se afirmar, de logo, que “renda” não é importação, exportação, operação financeira, propriedade territorial rural, patrimônio, propriedade predial e territorial urbana. Assim, como dito por Carrazza, o legislador ordinário federal não possui liberdade para exprimir um conceito de “renda” ou “proventos de qualquer natureza” que abarque a prática de operações mercantis, a prestação onerosa de serviços, o patrimônio imobiliário e os demais fatos econômicos que compõem a base de cálculo de outros impostos, a incluir aqueles que compreendidos na competência residual.

A restrição acima mencionada decorre diretamente da repartição das competências tributárias. Com efeito, o constituinte repartiu as competências para instituição dos tributos, especificando, rigorosamente, as realidades fático-econômicas, para que não houvesse a cumulação das pretensões.

---

<sup>148</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 344.

<sup>149</sup> PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. 8. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2013. p.49.

<sup>150</sup> CARRAZA, Roque Antonio. **Imposto sobre a Renda (Perfil Constitucional e Temas Específicos)**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 38.

Desse modo, nas palavras de Paulsen, a renda é o acréscimo patrimonial produto do capital ou do trabalho enquanto proventos são os acréscimos patrimoniais decorrentes de uma atividade que já cessou.<sup>151</sup>

Misabel Derzi<sup>152</sup> indica que, conforme pacificado em doutrina e jurisprudência, a renda é produto, fluxo ou acréscimo patrimonial, inconfundível com o patrimônio de onde promana, assim entendido o capital, trabalho ou a sua combinação.

A concepção de proventos, por sua vez, é sintetizada por Derzi, com base nos ensinamentos de Modesto Carvalhosa, ao definir que provento é forma específica de rendimento tributável, tecnicamente compreendida como o que é fruto da não realização imediata e simultânea de um patrimônio, mas sim do acréscimo patrimonial resultante de uma atividade que já cessou, mas que ainda sim produz rendimentos.

O conceito de renda e proventos de qualquer natureza está diretamente relacionado aos ganhos econômicos do sujeito passivo, gerados por seu capital, por seu trabalho ou pela combinação de ambos e apurados após o confronto das entradas e saídas verificadas em seu patrimônio, numa faixa temporal determinada, de modo que a renda, para fins de tributação específica, deve ser apurada de acordo com a variação patrimonial positiva no tempo.

Assim, segundo José Artur Lima Gonçalves<sup>153</sup>, o conceito de renda é gênero que comporta a espécie “proventos de qualquer natureza”. Em outra passagem, o autor define que a noção de acréscimo patrimonial pressupõe comparação, de modo que a noção de período é indispensável para a compreensão do fato tributável.

Neste aspecto, veja-se o entendimento de Carrazza:

Dito de outro modo, *renda e proventos de qualquer natureza* são os *acréscimos patrimoniais* experimentados pelo contribuinte ao longo de um determinado período de tempo. Ou, caso preferirmos, são o *resultado positivo* de uma *subtração* que tem por *minuendo* os rendimentos brutos auferidos pelo contribuinte entre dois marcos temporais, e por *subtraendo* o

---

<sup>151</sup> PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. 8. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2013. p.50.

<sup>152</sup> DERZI, Misabel Abreu Machado. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Direito Tributário Brasileiro**. 12. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p.393.

<sup>153</sup> GONÇALVES, José Artur Lima. **Imposto sobre a Renda, Pressupostos Constitucionais**. São Paulo: Malheiros, 2002, p.183.

total das deduções e abatimentos que a Constituição e as leis que com ela se afinam permitem fazer.<sup>154</sup>

De outro modo, conforme reiterado por Marcelo Guerra Martins<sup>155</sup>, sobre o acréscimo patrimonial a ser tributado a título de Imposto de Renda, deverá ser descontado aquilo que foi necessário para produzi-lo. Tal desconto decorre das despesas essenciais, válidas tanto para as pessoas físicas quanto para as jurídicas, despesas essas que devem ser afastadas definitivamente do acréscimo patrimonial.

Nesta linha, Gaudenzi<sup>156</sup> acrescenta que a renda, sujeita ao imposto federal, deve ser o resultado positivo líquido auferido pelo sujeito, retirando-se a parcela investida ou a perda incorrida. Caso contrário, a tributação estaria incidindo sobre o patrimônio ou o prejuízo (e não o acréscimo de riqueza), ofendendo diretamente o princípio da capacidade contributiva.

Nesta lógica, convém destacar, que há entendimento sedimentado no sentido de que as indenizações, por exemplo, não ensejam a incidência do imposto de renda, visto que não implicam acréscimo patrimonial, mas sim reparação de uma perda, constituindo mera recomposição do patrimônio.<sup>157</sup>

Ademais, é importante ressaltar que o imposto de renda, em consonância com tudo que foi até aqui exposto, incide sobre o que se denomina “ganho de capital”, partindo-se da premissa em que capital é o valor, fruto do investimento, seja em bolsa de valores, seja no investimento em empresa. Nesse sentido, confira-se o disposto do art. 117 do Decreto Nº 3.000, de 26 de Março de 1999, que regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza:

Art. 117. Está sujeita ao pagamento do imposto de que trata este Título a pessoa física que auferir ganhos de capital na alienação de bens ou direitos de qualquer natureza.

§ 1º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, ao ganho de capital auferido em operações com ouro não considerado ativo financeiro.

§ 2º Os ganhos serão apurados no mês em que forem auferidos e tributados em separado, não integrando a base de cálculo do imposto na declaração de rendimentos, e o valor do imposto pago não poderá ser deduzido do devido na declaração.

<sup>154</sup> CARRAZA, Roque Antonio. **Imposto sobre a Renda (Perfil Constitucional e Temas Específicos)**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 40.

<sup>155</sup> MARTINS, Marcelo Guerra. **Impostos e contribuições federais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p.197.

<sup>156</sup> GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 121.

<sup>157</sup> PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. 8. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2013. p.52.

§ 3º O ganho de capital auferido por residente ou domiciliado no exterior será apurado e tributado de acordo com as regras aplicáveis aos residentes no País.

§ 4º Na apuração do ganho de capital serão consideradas as operações que importem alienação, a qualquer título, de bens ou direitos ou cessão ou promessa de cessão de direitos à sua aquisição, tais como as realizadas por compra e venda, permuta, adjudicação, desapropriação, dação em pagamento, doação, procuração em causa própria, promessa de compra e venda, cessão de direitos ou promessa de cessão de direitos e contratos afins.

§ 5º A tributação independe da localização dos bens ou direitos, observado o disposto no art. 997.

Dito isto, cumpre notar que a apuração do “acrécimo patrimonial” tributada pelo ganho de capital, quando da apuração por pessoa física, deve ser feita de forma separada na declaração anual do Imposto de Renda, nos termos do §2º do supramencionado dispositivo que dispõe que “os ganhos serão apurados no mês em que forem auferidos e tributados em separado”.

Nesse sentido, destaca-se que, no caso das pessoas físicas, em que pese a tributação do ganho de capital ocorra de forma segregada dos demais rendimentos, não podendo se olvidar o fato de que ganho de capital é um rendimento e, como tal, deve guardar respeito ao conceito constitucional de renda.<sup>158</sup>

Outrossim, nas lições de André Moreira Mendes e Fernando Daniel Fonseca<sup>159</sup>, o ganho de capital está sujeito a disciplina jurídica diversa dos demais rendimentos, mas não pode ser considerado um tributo à parte, sendo certo que sua tributação não prescinde da existência de renda, ou seja, do acréscimo patrimonial que tenha sido adquirido, realizado e que esteja disponível.

Ademais, ainda na visão destes autores, a disciplina jurídica do ganho de capital exige que ele esteja financeiramente realizado, ou que a sua realização possa ser presumida em razão do recebimento de ativos altamente líquidos (quase-moeda).

Regina Helena<sup>160</sup>, por sua vez, destaca que determinados rendimentos sujeitam-se ao regime de tributação em separado, como no caso das operações em bolsas de valores, de futuros e de mercadorias e dos ganhos de capital na alienação de bens e direitos de qualquer natureza.

---

<sup>158</sup> MOREIRA, André Mendes; FONSECA, Fernando Daniel de Moura. Imposto de Renda sobre Ganho de Capital. Necessidade de Realização e Disponibilidade do Acrécimo Patrimonial. Estudo de Caso. **Revista Dialética de Direito Tributário**. n. 238. São Paulo: Dialética, 2015. p. 30.

<sup>159</sup> *Ibidem*. p. 29.

<sup>160</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.108.

Neste ponto, conforme Eduardo Fortuna<sup>161</sup>, o imposto de renda sobre o ganho de capital abarca a tributação dos rendimentos e ganhos líquidos obtidos nas operações de renda fixa e renda variável, espécies de renda logradas no âmbito dos investimentos abordados neste trabalho, conforme se verá adiante.

Ademais, conforme disposição legal contida na Medida Provisória n. 2.158-35/2001, a diferença entre o valor de resgate, liquidação ou alienação e o custo de aquisição de aplicações financeiras é tratada como ganho de capital.

Em outras palavras, ganho de capital também é renda e assim deve ser considerado. Logo, para se averiguar a existência de ganho em determinada operação deve-se inicialmente partir da definição de renda, pressupondo a ocorrência de um acréscimo patrimonial adquirido, realizado ou disponível.

Feitas as considerações sobre a renda passível de tributação pelo imposto de renda, passar-se-á ao estudo da configuração da hipótese de incidência deste imposto federal, nos termos delineados pelo constituinte, com especial atenção à caracterização da materialidade da exação.

A conjunção dos aspectos componentes do antecedente da hipótese de incidência tributária, nos termos expostos anteriormente, para fins da configuração do imposto de renda, convergem para que seja possível definir a obtenção da renda pelo sujeito passivo, ou seja, o comportamento alcançado pelo imposto, o marco temporal que se dá por ocorrido o comportamento e onde se considera nascido o liame obrigacional relativo ao tributo, permitindo a identificação do fato passível de tributação pelo imposto de renda.

Assim, o Código Tributário Nacional, em compatibilidade com o preceito constitucional (art. 153, III da CF), estabeleceu, em seu artigo 43, que o fato gerador do imposto é a aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica de renda ou proventos de qualquer natureza.

Para Luciano Amaro<sup>162</sup>, a materialidade do fato gerador “identifica-se com a ação de adquirir renda”. Assim, quem pratica a referida ação realiza o fato gerador do tributo, desde que presentes as demais características que aperfeiçoam o modelo legal de

---

<sup>161</sup> FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2005. p.371.

<sup>162</sup> AMARO, Luciano. Imposto de Renda: Regime Jurídico. In MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 394.

incidência. Para o autor, adquirir (isto é, passar a ter, obter) renda representa o núcleo do fato gerador do tributo.

Em complemento, Amaro define:

A qualificação da renda (disponível) se completa com a explicitação de que tanto a disponibilidade econômica como a jurídica (de renda) prestam-se ao aperfeiçoamento do modelo legal de incidência: ou seja, a hipótese legal se realiza quer com a aquisição de renda economicamente disponível, quer com a de renda juridicamente disponível.

Nesse sentido, faz-se necessária a distinção do que seria “disponibilidade econômica” e “disponibilidade jurídica”, constantes no preceito legal. Assim, conforme ensinamentos do professor Hugo de Brito Machado<sup>163</sup>, a disponibilidade econômica decorre do recebimento do valor que se vem a acrescentar ao patrimônio do contribuinte. Por outro lado, a disponibilidade jurídica decorre do simples crédito desse valor, do qual o contribuinte passa a juridicamente dispor, embora este não lhe esteja ainda nas mãos.

Assim, haja vista que o núcleo do aspecto material do referido imposto federal é “adquirir ou auferir renda”, nos termos do art. 43, §1º do Código Tributário Nacional<sup>164</sup>, esta descrição abrange toda a renda adquirida no território nacional, independentemente de sua fonte pagadora, caracterizando-se, assim, o aspecto espacial da hipótese de incidência deste imposto.

Nesse sentido, Leandro Paulsen entende que o IR “caracteriza-se pela extraterritorialidade, haja vista que alcança fatos geradores ocorridas não somente no território nacional como fora dele”<sup>165</sup>.

Em suma, nota-se que será apreciada como renda adquirida dentro do espaço geográfico brasileiro, tanto a aquisição de renda por pessoa situada no Brasil e/ou por fonte pagadora/produtora localizada no País.

Assim sendo, a caracterização do aspecto espacial do imposto de renda pode ser sintetizada da seguinte forma: uma vez que haja o comportamento de auferir renda

<sup>163</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 322.

<sup>164</sup> Código Tributário Nacional: Art. 43. O imposto, de competência da União, sobre a renda e proventos de qualquer natureza tem como fato gerador a aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica: [...] § 1º A incidência do imposto independe da denominação da receita ou do rendimento, da localização, condição jurídica ou nacionalidade da fonte, da origem e da forma de percepção. § 2º Na hipótese de receita ou de rendimento oriundos do exterior, a lei estabelecerá as condições e o momento em que se dará sua disponibilidade, para fins de incidência do imposto referido neste artigo.

<sup>165</sup> PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. 8. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2013. p.68.

dentro do espaço geográfico correspondente ao território nacional, verificados todos os outros aspectos componentes a hipótese de incidência, haverá a incidência do tributo.

Como dito, só se pode dimensionar a renda tributável, ou o acréscimo patrimonial, quando observado num determinado período, de forma que a periodicidade é essencial para verificar o nascimento da obrigação tributária, cabendo ao legislador delimitar este momento.

Assim, nas palavras do professor Luciano Amaro<sup>166</sup>, o período tradicionalmente estabelecido na legislação brasileira é de um ano, correspondendo também ao período do orçamento público (o “exercício financeiro anual”) e também aos balanços societários das empresas (“exercício social”). Dessa forma, ao término de cada um desses períodos, faz-se um “corte” nas atividades do sujeito passivo, para que se apure a renda líquida decorrente.

Convém lembrar que para as pessoas físicas, tal período corresponde a um ano civil, com encerramento em 31 de dezembro, e, para as pessoas jurídicas, o período pode ser idêntico a este ou trimestral, a depender do regime de tributação adotado<sup>167</sup>, encerrando-se em 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro de cada ano civil.

A elucidação acima reitera o entendimento de Hugo de Brito<sup>168</sup> ao entender que o fato gerador do Imposto de Renda efetivamente é um fato complexo e continuado, que começa no primeiro e termina no último instante do ano civil.

Assim sendo, nota-se que, em regra, somente após a data final de encerramento dos referidos períodos é que o imposto pode ser considerado como devido. Entretanto, o fisco tem sustentado o estabelecimento de hipóteses de incidência em que há a antecipação do imposto devido na declaração anual de rendimentos<sup>169</sup>, a

---

<sup>166</sup> AMARO, Luciano. Imposto de Renda: Regime Jurídico. In MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 405.

<sup>167</sup> A pessoa jurídica pode fazer a apuração com base no lucro real ou com base no lucro presumido, desde que atendidas as limitações impostas por lei. Em caso de adoção do lucro presumido, a apuração deve ser feita, necessariamente, de forma trimestral. Já no caso de adoção pelo lucro real, a opção de apuração é do contribuinte.

<sup>168</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Comentários ao Código Tributário Nacional**. v. 1. São Paulo: Atlas, 2007. p. 459.

<sup>169</sup> *Ibidem*, *loc cit.*

exemplo do Imposto de Renda na Fonte<sup>170</sup> e dos casos da tributação sobre o ganho de capital.

Sobre tais ganhos, conforme exposto por Palma Bifano<sup>171</sup>, as pessoas físicas que disponham de direitos de crédito, decorrente da realização de investimentos, e que reconhecerão a correspondente renda, terão o ganho de capital tributado à medida da percepção dos recursos.

Nestes casos, a legislação determina a realização de algumas “antecipações” durante o ano civil, antes mesmo de se concluir o lapso temporal de apuração da disponibilidade de renda.

Especificamente no que concerne a tributação das pessoas físicas, essas “antecipações” correspondem a: (i) retenção da fonte com base na tabela de alíquotas e bases progressivas, sobre os rendimentos recebidos de pessoas jurídicas, exceto se decorrentes de aplicações financeiras; (ii) retenções na fonte com base em alíquotas fixas, sobre os rendimentos decorrentes de aplicações financeiras de renda fixa; (iii) recolhimento mensal obrigatório (carnê-leão), calculado sobre a tabela de alíquotas e bases progressivas, sobre os rendimentos recebidos de pessoas físicas ou do exterior; (iv) recolhimento com base em alíquotas fixas, sobre ganhos de capital na alienação de bens e direitos sobre os ganhos apurados em aplicações financeiras de renda variável.<sup>172</sup>

Todavia, faz-se necessário esclarecer que a expressão “antecipações” é usada com certa impropriedade, uma vez que apenas algumas das incidências descritas são compensáveis com o imposto de renda devido ao final de cada período de apuração do imposto de renda, de modo que determinadas incidências são tidas como “exclusivas” ou de tributação “definitiva” e, portanto, não são objeto de compensação

---

<sup>170</sup> No caso do Imposto Sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF), não é o próprio beneficiário da renda que recolhe aos cofres públicos o respectivo imposto. Tal encargo cabe à fonte pagadora da renda, como responsável tributária. Ao fazer o pagamento dos rendimentos, a fonte pagadora retém o valor do tributo, pagando ao beneficiário o valor líquido do IR, e o recolhe aos cofres públicos nos prazos regulamentares. (MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.170)

<sup>171</sup> BIFANO, Elidie Palma. **O mercado financeiro e o imposto sobre a renda**. 2006. Tese. Orientador: Prof. Doutor Roque Antonio Carrazza. (Doutorado em Direito Tributário) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. p. 147.

<sup>172</sup> GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 145.

quando da apuração do imposto efetivamente devido pelo sujeito passivo ao final do período de apuração, conforme exposto por Gaudenzi<sup>173</sup>

Outrossim, adentrando ao conseqüente da norma tributária do Imposto de Renda e Proventos de Qualquer Natureza, é possível identificar quem são os sujeitos desta obrigação tributária, bem como o objeto desta obrigação, ou seja, o valor devido.

Sabe-se, pois, que o sujeito ativo do imposto sobre a renda é a União Federal, cabendo a administração do imposto à Secretaria da Receita Federal. Por sua vez, o sujeito passivo, nos termos do art. 45<sup>174</sup> do Código Tributário Nacional, é o titular da disponibilidade econômica ou jurídica da renda ou proventos de qualquer natureza, sem prejuízo de, a lei atribuir essa condição ao possuidor, a qualquer título, dos bens produtores da renda ou dos proventos tributáveis.

Tal disposição abarca tanto as pessoas físicas quanto as pessoas jurídicas, dado que estas têm existência e patrimônio autônomos em relação ao à pessoa dos sócios, de forma que a lei ordinária, ao instituir o tributo, poderá estruturar o fato gerador, conectando-o à pessoa física ou jurídica que adquira renda ou proventos.<sup>175</sup>

Por fim, nota-se que o aspecto quantitativo do Imposto de Renda, é caracterizado pela conjugação da base de cálculo e alíquota. Assim, conforme art. 44 do CTN, a base de cálculo do imposto é o “montante real, arbitrado ou presumido da renda ou dos proventos tributáveis”. Em relação à alíquota, por sua vez, cumpre notar que será fixada de forma progressiva, em observância à progressividade estabelecida no art. 153, III, §2º da Constituição Federal.

Posto isso, sabendo-se que os sujeitos passivos do Imposto Sobre a Renda e Proventos de qualquer natureza podem ser pessoas físicas ou jurídicas, e, tendo em vista que os apontamentos apresentados até aqui são genéricos, aplicando-se em relação às duas figuras, faz-se necessário, tecer considerações específicas sobre o que se denomina “Imposto de Renda da Pessoa Física” e “Imposto de Renda da Pessoa Física”. Isto porque, como descrito no item “3.2” deste trabalho, que trata da

---

<sup>173</sup> GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 145.

<sup>174</sup> Código Tributário Nacional: Art. 45. Contribuinte do imposto é o titular da disponibilidade a que se refere o artigo 43, sem prejuízo de atribuir a lei essa condição ao possuidor, a qualquer título, dos bens produtores de renda ou dos proventos tributáveis. Parágrafo único. A lei pode atribuir à fonte pagadora da renda ou dos proventos tributáveis a condição de responsável pelo imposto cuja retenção e recolhimento lhe caibam.

<sup>175</sup> AMARO, Luciano. Imposto de Renda: Regime Jurídico. In MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 407.

operacionalização do *equity crowdfunding*, os investimentos aportados às empresas, por meio do financiamento coletivo, podem ser realizados a partir de três configurações distintas: duas delas concretizadas por pessoas físicas (por meio de contratos de dívida conversível ou contratos de investimento coletivo) e a terceira por uma pessoa jurídica constituída especificamente para este propósito (por meio da constituição de uma Sociedade de Propósito Específico), de forma que a eventual tributação destes investimentos, por parte do imposto de renda, realizar-se-á de maneira distinta.

#### **5.1.1. Considerações sobre o Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) e o *equity crowdfunding***

O investimento realizado, por pessoas físicas em *equity crowdfunding* pode ser viabilizado através de (i) aquisição de contratos de dívida conversível (item 3.2.1), em que o investidor aporta o recurso investido na forma de empréstimo, recebendo juros sobre o capital aportado ou (ii) com a realização de contratos de investimento coletivo (item 3.2.2), em que o valor aportado ingressa na empresa investida na forma de capital, sendo remunerado sempre que o resultado da empresa for positivo.

Ainda sobre tais investimentos, sabe-se que existe a opção de transformação destes em participação societária da própria empresa investida, como antes mencionado.

No caso dos aportes via título de dívida conversível, o investidor tem a opção de converter o crédito adquirido em participação no capital social da empresa investida nos casos de transformação do modelo societário para sociedade anônima antes do vencimento da dívida, no caso de ocorrência de novas rodadas de investimento, aquisição do controle por terceiros ou na data de vencimento da dívida, ressalvando-se que, para viabilizar essas operações, a empresa deve, necessariamente, transformar-se em sociedade anônima.

De outra forma, nos investimentos baseados na distribuição de contratos de investimento coletivo, além de estarem previstos os mesmos eventos de conversão do investimento em participação mencionados na modalidade de dívida conversível acima, há também a possibilidade do investidor recuperar o seu investimento mesmo antes do término da vigência do contrato, uma vez que participará das rodadas de

distribuição de resultados da empresa investida, quando positivos, em conjunto com os demais investidores da oferta, como se dividendos fossem.

Pois bem, independente da forma escolhida para realizar a aplicação, verifica-se que há a possibilidade de conversão da forma original de investimento em participação societária, todas vinculadas à transformação da empresa, que, por força normativa, deve se constituir como LTDA, para uma sociedade do tipo anônima (S/A), de forma que o investidor se torna possuidor de quotas da empresa aportada.

Assim sendo, far-se-á, aqui, a análise do conceito de renda, essencialmente ligado à pessoa física, para inferir se os mencionados investimentos são passíveis de tributação pelo imposto em tela.

Conforme antes demonstrado, a renda tributável é decorrente do acréscimo patrimonial, representativo da obtenção de produto ou de simples aumento no valor do patrimônio, apurado, em certo período de tempo, a partir da combinação de todos os fatos que contribuem para o acréscimo de valor de patrimônio com certos fatos que, estando relacionados ao atendimento das necessidades vitais básicas, contribuem para o decréscimo de valor de patrimônio.<sup>176</sup>

Ao tratar especificamente do Imposto de Renda da Pessoa Física, José Luiz Bulhões Pedreira entende que:

o sentido de renda é o produto do capital ou trabalho, e o termo é usado como sinônimo de lucros, juros, aluguéis, proventos ou receitas. A expressão 'proventos' é empregada como sinônimo de pensão, crédito, proveito ou lucro. No sentido vulgar, tanto a expressão 'renda' quanto a 'proventos' implica a ideia de fluxo, de alguma coisa eu entra, que é recebida. Essa conotação justificaria, por si só, a afirmação de que as concepções doutrinárias de renda pessoal que melhor se ajustam ao nosso sistema constitucional são da renda como fluxo, e não de acréscimo (ou acumulação) de poder econômico ou de patrimônio líquido.<sup>177</sup>

Nota-se, portanto, que ao se realizar um investimento em *equity crowdfunding*, através das configurações supramencionadas, e, logrando sucesso neste investimento, de forma que a empresa investida obteve lucros aptos a distribuição, seja através do pagamento do "empréstimo" com os juros devidos (em contrato de dívida conversível) ou decorrente da própria distribuição de lucros (em casos de

---

<sup>176</sup> QUEIROZ, Luis Cesar Souza. **Imposto sobre a Renda – Requisitos para uma Tributação Constitucional**. Rio de Janeiro: Forense, 2003. p. 263.

<sup>177</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Apud* RODRIGUES, Marilene Talarico Martins Rodrigues. Imposto de Renda – Pessoa Física. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p.438.

contrato de investimento coletivo), há, pois, a possibilidade de incidir a tributação do imposto de renda. Isto porque a ocorrência destes eventos adequa-se, perfeitamente, à materialidade descrita para fins de imposto de renda, qual seja a aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica, através da elevação patrimonial de valores, bens ou direitos relativos.

Nesse sentido, convém destacar a ressalva feita por Gaudenzi<sup>178</sup> ao elucidar que “a “renda” em questão deve corresponder ao produto da atividade de aplicação do patrimônio ou da realização de operações, e não ao *valor* da operação realizada ou do patrimônio aplicado”. É por este motivo que a renda passível de tributação, nos casos de investimento em *equity crowdfunding*, pode ser vislumbrada tão somente com a ocorrência de resultados positivos por parte da empresa investida, que fará, no que couber, o repasse dos valores aos investidores.

Isto posto, há que fazer considerações sobre como ocorre a tributação pelo imposto de renda em tais casos, tendo em vista as particularidades das aplicações aqui estudadas. De logo, sabe-se que diante da espécie de renda auferida pelo investidor, estar-se-á diante de casos em que se vislumbra incidência do imposto de renda na modalidade ganhos de capitais.

Como dito, é através do Imposto de Renda sobre ganhos de capital que se tributa os denominados investimentos de renda fixa ou de renda variável. Nesse sentido, Elidie Palma Bifano<sup>179</sup> define que a fronteira que separa e distingue o mercado de renda fixa, do mercado de renda variável, é o risco: na renda fixa, recupera-se o capital investido acrescido de remuneração, enquanto na renda variável somente o bom sucesso do empreendimento permitirá recuperar o capital e obter remuneração.

Ainda para este autor, o contrato fundamental utilizado no contrato de renda fixa é o empréstimo sob a forma de mútuo, ou empréstimo de coisas fungíveis, no caso o dinheiro. O conceito mais puro de renda fixa, por sua vez, é a garantia de remuneração certa, conhecida ou liquidável e de devolução do capital.

---

<sup>178</sup> GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 119.

<sup>179</sup> BIFANO, Elidie Palma. **O mercado financeiro e o imposto sobre a renda**. 2006. Tese. Orientador: Prof. Doutor Roque Antonio Carrazza. (Doutorado em Direito Tributário) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. p. 255.

Mosquera<sup>180</sup>, por seu turno, define como renda fixa a operação para cuja realização haja estipulação de remuneração ou juros, não a tornando sujeita a variações de natureza aleatória.

Ademais, é pertinente destacar o entendimento de Rubens Gomes de Sousa sobre os valores mobiliários e as operações de renda fixa, confira-se:

Por outras palavras, são ‘títulos de renda fixa’ os valores mobiliários cuja natureza jurídica confere ao seu titular uma remuneração predeterminada, legal ou contratualmente, em sua efetividade e seu montante. Mais simplesmente, valores mobiliários que, por lei ou contrato (este necessariamente baseado naquela), não apenas ‘não podem deixar de pagar’ *algo*, mas que ‘devem pagar’ tanto.<sup>181</sup>

Nesse sentido, não restam dúvidas que os investimentos em *equity crowdfunding*, operações que envolvem valores mobiliários, realizados através de contratos de dívida conversível, são característicos contratos de renda fixa, haja vista que são um investimento realizado na forma de empréstimo (mútuo), em que a remuneração ocorre forma de juros sobre o capital aportado. Nesse sentido cabe destacar o entendimento de Ary Oswaldo Mattos Filho<sup>182</sup> ao apontar que estes investimentos “também pode ser remunerado com o pagamento de um percentual, como um investimento de renda fixa”.

Por outro lado, segundo Bifano<sup>183</sup>, o mercado de renda variável corresponde à atividade do mercado financeiro especializada em colocar recursos sob o risco, pois o investidor pode não receber, dependendo do sucesso do investimento, não só a remuneração pretendida, como também perder o capital aplicado. Para o autor, “a remuneração decorrente do mercado de renda variável depende do desempenho de empresas que captam, publicamente ou não, recursos bem como da oscilação de índices, moedas e preços”. Dessa forma, o risco assumido pelo investidor está diretamente associado a eventos futuros que independem de sua ação ou de sua intervenção.

---

<sup>180</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.153.

<sup>181</sup> SOUSA, Rubens Gomes. *Apud* MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.185.

<sup>182</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Editora FGV, 2015. p. 314.

<sup>183</sup> BIFANO, Elidie Palma. **O mercado financeiro e o imposto sobre a renda**. 2006. Tese. Orientador: Prof. Doutor Roque Antonio Carrazza. (Doutorado em Direito Tributário) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. p. 287.

Em outras palavras, confira-se a definição da renda variável feita por Joanna Oliveira Rezende<sup>184</sup>.

Compõe-se de ativos de renda variável, quais sejam, aqueles cuja remuneração ou retorno de capital não pode ser dimensionado no momento da aplicação. São eles as ações, quotas ou quinhões de capital, o ouro, ativo financeiro, e os contratos negociados nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas.

Em complemento, Carmine Rullo<sup>185</sup> define que a remuneração dos investimentos em renda variável depende de fatores relacionados ao sucesso do investimento. Trata-se de aplicação cujo resultado será conhecido apenas no momento da venda do respectivo título/contrato. Tais investimentos podem ser, portanto, positivos ou negativos, dando a esse tipo de operação a característica de “risco elevado”, diferentemente da renda fixa em que os rendimentos são, via de regra, positivos.

Destas considerações acerca do que se denomina “renda variável”, nota-se que os investimentos realizados em *equity crowdfunding* materializados através dos contratos de investimento coletivo, em que investidor remunerado com base no desempenho do empreendimento, já o seu aporte é feito na forma de capital, caracterizam-se como sendo investimentos de renda variável. Isto porque não é possível determinar com absoluto grau de certeza qual será o rendimento futuro dos investimentos desta modalidade, ou mesmo se haverá o retorno financeiros decorrentes destes. Neste caso, também vale destacar o entendimento de Mattos Filho ao tratar dos investimentos realizados por *crowdfunding* ao entender que há, em tais casos, “a possibilidade de risco no investimento, o qual, se bem sucedido, poderá pagar determinada quantia a título de “dividendo”<sup>186</sup>.

Ademais, convém destacar que, na ocorrência dos eventos acima previstos aptos a converter a modalidade inicial de investimento em participação societária na empresa investida, uma vez que o investidor seja detentor das quotas sociais da empresa, passa a ter direito a distribuição de lucros decorrentes do resultado positivo do investimento.

---

<sup>184</sup> REZENDE, Joanna Oliveira. Tributação dos Fundos de Investimento e algumas questões controvertidas. In SANTI, Eurico Marcos Diniz. **Direito tributário: tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011. Série GVlaw. p.203.

<sup>185</sup> RULLO, Carmine. Mercado financeiro e de capitais: investimentos em renda variável. In SANTI, Eurico Marcos Diniz. **Direito tributário: tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011. Série GVlaw. p.49.

<sup>186</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Editora FGV, 2015. p. 314.

Nesse sentido, é importante ressaltar que há isenção expressa na Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995 para os casos de distribuição de lucro decorrentes dos rendimentos de pessoa jurídica, quando a empresa não se configurar como Microempresa ou Empresa de Pequeno Porte, confira-se:

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Por outro lado, em sendo Microempresa ou Empresa de Pequeno Porte, há também previsão de isenção para os casos de distribuição de lucro, nos termos do art. 14<sup>187</sup> da Lei Complementar 123, de 14 de dezembro de 2006.

Assim sendo, em face da caracterização da materialidade do Imposto de Renda e Proventos de Qualquer Natureza, como sendo a ocorrência do acréscimo patrimonial, incluídos os acréscimos decorrentes de investimentos em empresas, devendo estes sujeitarem-se a tributação do ganho de capital, nota-se que o retorno dos investimentos realizados em *equity crowdfunding* são passíveis de incidência deste imposto, desde que observados os demais critérios integrantes da hipótese de incidência da referida exação.

Isto posto, conclui-se que os investimentos realizados através do *equity crowdfunding* deverão ser tributados na pessoa física através do denominado “ganho de capital”, de maneira apartada da declaração anual do imposto de renda, nas formas previstas em lei, sempre que houver o pagamento decorrente do retorno positivo do investimento.

A tributação na forma do ganho de capital nestes casos incidirá quer seja o investimento do tipo renda fixa, quer seja o investimento do tipo renda variável, nos termos acima demonstrados.

---

<sup>187</sup> Lei complementar 123/06: Art. 14. Consideram-se isentos do imposto de renda, na fonte e na declaração de ajuste do beneficiário, os valores efetivamente pagos ou distribuídos ao titular ou sócio da microempresa ou empresa de pequeno porte optante pelo Simples Nacional, salvo os que corresponderem a pró-labore, aluguéis ou serviços prestados. § 1º A isenção de que trata o **caput** deste artigo fica limitada ao valor resultante da aplicação dos percentuais de que trata o art. 15 da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, sobre a receita bruta mensal, no caso de antecipação de fonte, ou da receita bruta total anual, tratando-se de declaração de ajuste, subtraído do valor devido na forma do Simples Nacional no período. § 2º O disposto no § 1º deste artigo não se aplica na hipótese de a pessoa jurídica manter escrituração contábil e evidenciar lucro superior àquele limite.

### 5.1.2. Considerações sobre o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e o *equity crowdfunding*

Outra modalidade para aportar recursos através do financiamento coletivo empresarial é com constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE) exclusivamente criada com o objetivo de investir em uma empresa passível de investimentos via *crowdfunding*. Neste caso, portanto, é a própria SPE que detém participação na empresa investida.

Assim sendo, por tratar-se de uma sociedade do tipo empresária aportando investimentos em outra sociedade empresária, há que se falar, pois, em eventual tributação dos rendimentos através do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica.

Nesse sentido, em acréscimo às premissas acima apresentadas, referentes ao Imposto de Renda, cabe fazer novos apontamentos em razão da peculiaridade da tributação da renda das pessoas jurídicas. Nesse sentido, Bulhões Pedreira afirma que “o conceito de renda enquanto resultado da atividade (empresa) econômica há de ser o financeiro, quanto fluxo financeiro, donde a noção de renda pressupõe a de ação econômico-financeira, ou seja, atividade empresária.”<sup>188</sup>

Em outras palavras, conforme Fortunato Campos e José Maria Campos<sup>189</sup>:

Daí o conceito de renda representar o produto da diferença entre receitas (benefícios) e custos (sacrifícios) a elas inerentes e correspondentes, a repetição de operações implicam ao menos um ciclo operacional econômico financeiro, ao final do qual se pode obter uma medição técnica do resultado da atividade empresarial. Medindo o resultado, verifica-se que o superávit de benefícios sobre os sacrifícios gera acréscimo patrimonial que pode ser considerado renda.

Os autores afirmam, ainda, que os acréscimos patrimoniais podem ser gerados por simples transferências de patrimônios, como doações, subscrição de capital social ou valores mobiliários, empréstimos e financiamentos e subvenções para investimentos. Nota-se, pois, que as transferências, em si, não são consideradas

---

<sup>188</sup>PEDREIRA, José Luiz Bulhões *apud* CAMPOS, Fortunato Bassani. CAMPOS, José Maria. Imposto de Renda: Pessoas Jurídicas. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p.413.

<sup>189</sup> CAMPOS, Fortunato Bassani. CAMPOS, José Maria. Imposto de Renda: Pessoas Jurídicas. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 413 - 414.

rendas, configurando-se como patrimônio, isto é, elementos que possuem aptidão para se transformar em renda.

É neste âmbito, das transferências patrimoniais, que se inserem os investimentos em *equity crowdfunding* realizados pela Sociedade de Propósito Específico investidora. De tal forma que o imposto incide, eventualmente, apenas quando da apuração de renda decorrente deste patrimônio transferido, ou seja, a renda realizada no passado e já acumulada, haja vista que a “renda e proventos de qualquer natureza” para fins de tributação, é a mutação patrimonial positiva apurada num determinado espaço de tempo, de tal forma que a equação não se altera diante de pagamentos ou transferências de capital, quando não havido o lucro.<sup>190</sup>

Em sentido semelhante, confira-se o entendimento de Misabel Derzi:

Configuram *pagamentos* os meros fluxos de moeda, bens ou serviços que correspondam a simples trocas onerosas entre patrimônios distintos, de forma equivalente, de modo que não advenha daí nenhum acréscimo para algum deles (com a conseqüente perda no outro). O *valor da compra e venda* em que não há excedente ou lucro, mas mera reposição do capital aplicado, não pode ser tributado. Por essa razão, o imposto de renda não pode atingir o faturamento ou a receita bruta das empresas, mas tão-só o lucro (que é a remuneração de um fator de produção). Nas *transferências de capital* há fluxo de bens, moedas e serviços de um patrimônio para outro, sem correspondente contraprestação, troca ou ônus. Reduz-se o estoque de bens em um patrimônio alheio, como nas transmissões gratuitas, ocorridas em heranças e doações.<sup>191</sup>

Portanto, havendo o repasse de rendimentos da empresa investida para a empresa investidora (SPE), em caso dessa transferência gerar acréscimo patrimonial, há, pois, a ocorrência do fato tipificado no aspecto material do fato gerador do imposto de renda das pessoas jurídicas, que deve ser tributado de acordo com a diferença entre receita, custos e encargos e despesas a ela inerentes e apuradas segundo um período de apuração e critérios determinados em lei.

## 5.2. DO IMPOSTO SOBRE OPERAÇÕES DE CRÉDITO, CÂMBIO, SEGURO OU RELATIVAS A TÍTULOS OU VALORES MOBILIÁRIOS (IOF)

<sup>190</sup> CARRAZA, Roque Antonio. **Imposto sobre a Renda (Perfil Constitucional e Temas Específicos)**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 44.

<sup>191</sup> DERZI, Misabel Abreu Machado. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Direito Tributário Brasileiro**. 12. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p.387.

A competência para a instituição do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio, Seguro ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários, ou simplesmente “imposto sobre operações financeiras - IOF<sup>192</sup>”, é privativa da União Federal, nos termos do art. 153, V, da Constituição Federal, vejamos:

Art. 153. Compete à União instituir impostos sobre:

[...]

V - operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários;

[...]

§ 1º É facultado ao Poder Executivo, atendidas as condições e os limites estabelecidos em lei, alterar as alíquotas dos impostos enumerados nos incisos I, II, IV e V.

Da simples leitura do supramencionado dispositivo, é possível observar uma particularidade atribuída a este imposto pelo constituinte, qual seja a faculdade de alteração de alíquotas por ato do Poder Executivo, desde que atendidos os limites estabelecidos em lei. Tal prerrogativa, por sua vez, atenua a aplicação do princípio da estrita legalidade tributária, anteriormente aventado.

O imposto sobre operações financeiras tem função predominantemente extrafiscal. Para Hugo de Brito<sup>193</sup>, tal imposto serve muito mais como um instrumento de manipulação da política de crédito, câmbio, seguro e valores mobiliários, que puramente um meio de obtenção de receitas, ainda que possua significativa função fiscal, dada a considerável arrecadação que possibilita.

O Código Tributário Nacional, por sua vez, em seus artigos 63 a 66, estabelece contornos fundamentais atinentes a este imposto, discriminando os arquétipos para os fatos geradores, bases de cálculo e contribuintes, delimitando os critérios da regras-matriz de incidência.

Da análise dos textos legais mencionados, nota-se que o ponto crucial para a verificação da hipótese de incidência do IOF é o conceito de “operações”. Ademais,

---

<sup>192</sup> Embora seja comum a utilização da locução “imposto sobre operações financeiras”, é importante mencionar que tal denominação é objeto críticas por parte da doutrina, como é o caso de Leandro Paulsen e José Eduardo Soares de Melo, que afirmam que a Constituição não prevê a base econômica “operações financeiras” no âmbito do art. 153, V. Todavia, a locução será utilizada neste trabalho, por fins didáticos, de forma que a menção à expressão “imposto sobre operações financeiras” será utilizada nos casos em que se tratar do imposto em todas as suas manifestações (crédito, câmbio, seguro e títulos e valores mobiliários), ressalvando-se o entendimento de que o imposto incide sobre todas as operações financeiras indiscriminadamente, conforme se verá ao longo do presente. (PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. p.146)

<sup>193</sup> MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 34.ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013, p. 344.

conforme o entendimento de Aires Barreto<sup>194</sup>, “o imposto não onera os títulos mobiliários, o câmbio, o seguro etc. Ao contrário, recai sobre as operações que têm esses bens ou valores por objeto”. Ressaltando, pois, que o texto constitucional deixa claro que o “o IOF não é um imposto sobre seguros, câmbios, títulos ou valores mobiliários, mas sobre as operações a eles relativas”.

Evidencia-se, assim, que o conceito nuclear da hipótese de incidência do imposto é o de “operações”, já que esta é a parte substantiva da descrição constitucional do tributo, que não recai propriamente os títulos ou valores mobiliários, o câmbio, o crédito, mas sim sobre os negócios jurídicos que têm esses bens ou valores por objeto, bem como as operações a eles relativas.<sup>195</sup>

Roberto Quiroga Mosquera<sup>196</sup> aponta que o termo “operação” representa o gênero do fato passível de tributação, conforme previsão do art. 153, enquanto as expressões “de crédito”, “de câmbio”, “de seguro” e “relativas a títulos ou valores mobiliários” são as espécies de operações passíveis de tributação. De tal forma, faz-se essencial, antes de tudo, delimitar o conceito da genérico de “operações” para que posteriormente identifique-se a diferença específica entre cada modalidade, tendo em vista as peculiaridades que as circundam.

Nesse sentido, haja vista que nem a Constituição, tampouco o CTN, cuidou de expor o significado do vocábulo “operação” utilizado para designar os eventos passíveis de tributação pelo imposto contido no art. 153, V, torna-se necessária a utilização de conceitos do direito privado para identificar a extensão da sua abrangência.

Isto posto, far-se-á inicialmente a identificação da significação e alcance do termo “operação” para, em seguida, vincula-lo à cada uma das modalidades de operação descritas no texto constitucional, de forma que se possa identificar o núcleo da hipótese de incidência do imposto operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários.

---

<sup>194</sup> BARRETO, Aires Ferdinando. Natureza jurídica do imposto criado pela Medida Provisória 160/90. **Repertório IOB de Jurisprudência**. São Paulo: Síntese, 1990. n.10/90. p. 152.

<sup>195</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.116.

<sup>196</sup> *Ibidem*. p.102.

Neste diapasão, Plínio Marafon<sup>197</sup> alude que as “operações” descritas no art. 153, V, nada mais são que atos jurídicos praticados com créditos, câmbio, seguros e título ou valores mobiliários, confira-se:

As “operações” pressupõem atos voluntários, compreendidos nesse circuito nascimento-fim dos negócios previstos na CF; em consequência, podem abranger a emissão, o contrato, a entrega, a cessão, a quitação, o resgate.

Característica comum a todos os atos jurídicos descritos na CF é de derivarem de *contratos*: créditos, câmbio, seguro e títulos ou valores mobiliários, que usualmente resultam daqueles.

Mosquera<sup>198</sup>, por sua vez, em análise aos ensinamentos de Paulo de Barros, Geraldo Ataliba e Cleber Giardino, depreende que o termo “operações” utilizado quando da descrição constitucional do IOF está em sentido semelhante ao utilizado no art. 155, inciso II da Constituição Federal, que dispõe sobre o ICMS (imposto sobre circulação de mercadorias e serviços). Nessa lógica, “operações” traduzem a existência de um negócio jurídico bilateral, no qual há manifestação inequívoca de vontade das partes, capazes de produzir efeitos jurídicos. Assim conclui o autor:

Melhor dizendo, realizar *operações* pressupõe a existência de alguém em relação oposta. Assim, numa operação de crédito temos aquele que dá crédito e aquele que o recebe; numa operação de câmbio temos aquele que vende a moeda estrangeira e aquele que a adquire; numa operação de seguro, por sua vez, aparece a figura daquele que assume os riscos indenização futura e aquele que paga o prêmio pelo seguro contratado; por fim, numa operação com títulos e valores mobiliários temos aquele que transfere um valor mobiliário e aquele que o recebe.

Diante dessa verificação, nota-se, pois, que o imposto em tela não onera os próprios títulos ou valores mobiliários, o câmbio, crédito ou seguro, mas sim incidem sobre atos produtores de efeitos jurídicos, quais sejam fatos ou negócios jurídicos regulados pelo Direito, que recaiam sobre as circunstâncias acima mencionadas.

Uma vez definido o que são “operações”, passar-se-á a delimitação da hipótese de incidência constitucionalmente estabelecida para a exigência deste imposto, verificando o âmbito de atuação da mencionada exação.

Como dito, o cerne da hipótese de incidência do imposto sobre operações financeiras está nas “operações” abarcadas pelo art. 153, V da Constituição, de forma que a materialidade deste tributo está diretamente vinculada aos atos

---

<sup>197</sup> MARAFON, Plínio. IOF. In MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 703.

<sup>198</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.117.

negociais bilaterais que tenham por objeto o crédito, o câmbio, o seguro ou títulos e valores mobiliários.

Destarte, as hipóteses fáticas deste tributo, em consonância com o art. 63 do CTN<sup>199</sup>, são seguintes: i) para as operações de crédito, a efetivação pela entrega total ou parcial do montante ou do valor que se constitua o objeto da obrigação, ou sua colocação à disposição do interessado; ii) para as operações de câmbio, a efetivação pela entrega de moeda nacional ou estrangeira, ou documento que a represente, ou sua colocação à disposição do interessado, em montante equivalente à moeda estrangeira ou nacional entregue ou posta à disposição por este; iii) para as operações de seguro, a efetivação pela emissão da apólice do documento equivalente ou recebimento do prêmio; iv) para as operações relativas a títulos ou valores mobiliários, a emissão, transmissão, pagamento ou resgate destes.

Em suma, conforme palavras de Marafon<sup>200</sup>, o CTN agiu corretamente ao eleger para compor a materialidade do referido imposto, dentre outros, a entrega do numerário como “operações de crédito”; a entrega da moeda nacional ou estrangeira na “operação de câmbio”; a emissão da apólice na “operação de seguro”; e a emissão, transmissão, pagamento ou resgate dos títulos e valores mobiliários.

Ainda quanto à materialidade, cabe destacar a observação feita por Marcelo Guerra Martins<sup>201</sup>, ao comentar o parágrafo único do art. 63, ao elucidar que “se a operação de crédito está representada pela emissão, pagamento ou resgate de um título haverá apenas uma incidência e não uma sobre a operação de crédito, outra sobre a emissão e outra sobre o pagamento ou resgate do título representativo”.

---

<sup>199</sup> Código Tributário Nacional: Art. 63. O imposto, de competência da União, sobre operações de crédito, câmbio e seguro, e sobre operações relativas a títulos e valores mobiliários tem como fato gerador: I - quanto às operações de crédito, a sua efetivação pela entrega total ou parcial do montante ou do valor que constitua o objeto da obrigação, ou sua colocação à disposição do interessado; II - quanto às operações de câmbio, a sua efetivação pela entrega de moeda nacional ou estrangeira, ou de documento que a represente, ou sua colocação à disposição do interessado em montante equivalente à moeda estrangeira ou nacional entregue ou posta à disposição por este; III - quanto às operações de seguro, a sua efetivação pela emissão da apólice ou do documento equivalente, ou recebimento do prêmio, na forma da lei aplicável; IV - quanto às operações relativas a títulos e valores mobiliários, a emissão, transmissão, pagamento ou resgate destes, na forma da lei aplicável. Parágrafo único. A incidência definida no inciso I exclui a definida no inciso IV, e reciprocamente, quanto à emissão, ao pagamento ou resgate do título representativo de uma mesma operação de crédito.

<sup>200</sup> MARAFON, Plínio. IOF. In MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 704.

<sup>201</sup> MARTINS, Marcelo Guerra. **Impostos e contribuições federais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p.294.

Ademais, ainda nas palavras de Guerra Martins, não há grandes considerações a serem realizadas acerca do aspecto espacial do IOF, de tal forma que, em princípio, a hipótese de incidência irá se materializar no local em que se der a configuração do aspecto material, desde que ocorra nos limites do território nacional.

Seguindo a mesma lógica, o aspecto temporal, por sua vez, coincide com o momento do aperfeiçoamento de cada umas das operações mencionadas: i) na operação de crédito, quando o valor fica à disposição do tomador; ii) na de câmbio, no momento da troca de moeda; iii) na operação de seguro, quando da emissão da apólice e iv) nas operações relativas a títulos e valores mobiliários, no momento da emissão do título.<sup>202</sup>

Por seu turno, compondo o conseqüente da norma tributária atinente, temos que o aspecto pessoal do IOF é constituído por aqueles que realizarem as operações objeto da tributação, seja pessoa física ou jurídica<sup>203</sup> que realizar operação de crédito, contrato de câmbio, contrato de seguro e que firmar negócios com valores ou títulos mobiliários, enquanto sujeição passiva. O sujeito ativo, por sua vez, é a União.

Especificamente, conforme apontamentos de Eduardo Fortuna<sup>204</sup>, os contribuintes do IOF são tanto os adquirentes de títulos ou valores mobiliários e os titulares de aplicações financeiras, como as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, estando em consonância com o disposto no art. 66 do CTN que dispõe que o “contribuinte do imposto é qualquer das partes na operação tributada, como dispuser a lei”.

Já para o aspecto quantitativo, o art. 64 do Código Tributário Nacional<sup>205</sup> estabelece o valor das operações tributadas como sendo a base de cálculo do tributo e um percentual desse valor para configurar sua alíquota.

---

<sup>202</sup> COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p.378.

<sup>203</sup> Código Tributário Nacional: Art. 66. Contribuinte do imposto é qualquer das partes na operação tributada, como dispuser a lei.

<sup>204</sup> FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2005.p. 551.

<sup>205</sup> Código Tributário Nacional: Art. 64. A base de cálculo do imposto é: I - quanto às operações de crédito, o montante da obrigação, compreendendo o principal e os juros; II - quanto às operações de câmbio, o respectivo montante em moeda nacional, recebido, entregue ou posto à disposição; III - quanto às operações de seguro, o montante do prêmio; IV - quanto às operações relativas a títulos e valores mobiliários: a) na emissão, o valor nominal mais o ágio, se houver; b) na transmissão, o preço

Feitas as considerações genéricas sobre a caracterização da hipótese de incidência do IOF, faz-se necessário ressaltar que parte da doutrina entende que há, em verdade, quatro materialidades disciplinadas pelo art. 153, V, da Constituição, dando ensejo a existência de quatro exações distintas. A exemplo, este é o posicionamento de Roberto Quiroga Mosquera, Aires F. Barreto<sup>206</sup>, Leandro Paulsen e José Eduardo Soares de Melo<sup>207</sup>.

Nessa linha, destaca-se o entendimento do professor Roberto Quiroga Mosquera:

Portanto, o artigo 153, inciso V, do Texto Maior atribuiu competência tributária à União para criar tributos sobre 4 (quatro) realidades da vida distintas, cada qual com uma significação determinada e devidamente delimitada. E mais, o referido dispositivo da Carta Magna autoriza a União a criar impostos que incidam sobre “operações” de 4 (quatro) espécies diferentes, quais sejam: a) as de crédito; b) as de câmbio; c) as de seguro; d) as relativas a títulos ou valores mobiliários.

Todavia, embora haja o mais profundo respeito para com os autores que defendem a tese acima aludida, ressalte-se que não é este o entendimento adotado neste trabalho. Congrega-se, aqui, ao posicionamento firmado por Patricia Linhares Gaudenzi<sup>208</sup>, qual seja:

Quer parecer, porém, que a previsão de competência para tributar operações distintas não confere ao tributo uma dissociação capaz de fazer subdividi-lo em tributos diferentes e independentes. A multiplicidade de operações na materialidade de um mesmo tributo é situação que ocorre também com outros tributos, como o imposto estadual sobre circulação de mercadorias e serviços (“ICMS”), que abarca não apenas a circulação de bens, mas também a prestação de serviço de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação, que em nada se relacionam entre si.

**O IOF é um tributo único com múltiplos componentes que integram a sua materialidade, tornando-a *complexa* – de outra forma não se explicaria a razão pela qual o constituinte incluía os quatro tipos de operações em um só inciso do art. 153. (g.n.)**

De forma semelhante, Misabel Derzi<sup>209</sup> aponta que “a hipótese de incidência do imposto tem um núcleo comum”, onerando operações financeiras que configuram execução de atos e negócios jurídicos mercantis-financeiros, desde que sejam relativas a crédito, câmbio, seguro, títulos e valores mobiliários. Restando claro que

---

ou o valor nominal, ou o valor da cotação em Bolsa, como determinar a lei; c) no pagamento ou resgate, o preço.

<sup>206</sup> BARRETO, Aires Ferdinando. ISS e IOF – Estremação da Incidência – Descontos como Elementos Adjetivos. **Revista Dialética de Direito Tributário**. n. 163. São Paulo: Dialética, 2009. p. 48.

<sup>207</sup> PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. 8. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2013. p.68.

<sup>208</sup> GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 285.

<sup>209</sup> DERZI, Misabel Abreu Machado. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Direito Tributário Brasileiro**. 12. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p.693.

não há que se falar em quatro exações, mas sim em uma única, que possui um aspecto material nuclear comum, devendo ser observado em conjunto com as características particulares de cada uma das operações, para que haja a correta identificação do fato imponible tributável.<sup>210</sup>

Pois bem, como dito, o imposto sobre operações financeiras incide sobre as operações amplamente ilustradas acima, de maneira que resta saber se, diante dos elementos apresentados, subsiste a possibilidade de incidência desta tributação específica sobre os investimentos realizados em *equity crowdfunding*. Daí a necessidade de que se defina, de antemão, as quatro operações componentes da materialidade do imposto em tela, ainda que resumidamente.

Nessa lógica, Diogo Ferraz Lemos Tavares<sup>211</sup> define “crédito” como sendo “a troca de um bem presente por um bem futuro, ou seja, é o ato por meio do qual se realiza uma prestação presente em troca de uma promessa de prestação futura”. Deste modo, por força constitucional, o IOF incidirá sobre os negócios que tenham como objeto a realização de uma prestação presente em troca de uma prestação futura, caracterizando, assim, a operação de crédito.

Por outro lado, a operação de câmbio é aquela em que “uma pessoa entrega determinada quantia de moeda a outra pessoa e recebe em troca outra moeda em valores equivalentes”<sup>212</sup>. Assim, nas palavras de Mosquera, o imposto sobre as operações de câmbio previsto no art. 153, V da Constituição, está apto a incidir sobre os negócios jurídicos de compra e venda de moeda estrangeira, sob regulamentação do Conselho Monetário Nacional e Bando Central do Brasil.

A operação de seguro, por sua vez, está relacionada diretamente ao conceito do contrato de seguro trazido pelo Código Civil<sup>213</sup>, onde há a figura do segurado, que efetua pagamento de um prêmio que lhe garante indenização em caso de ocorrência

---

<sup>210</sup> Além das autoras aqui citadas, vale mencionar que Hugo de Brito Machado (Curso de Direito Tributário. São Paulo: Malheiros, 2013; Comentários ao Código Tributário Nacional. v. 1. São Paulo: Atlas, 2007), Sacha Calmon (Curso de Direito Tributário Brasileiro. Rio de Janeiro: Forense, 2015) e Plínio Marafon (*in* MARTINS, Ives Gandra. Curso de Direito Tributário. São Paulo: Saraiva, 2013) ao tratarem sobre o IOF, referem-se a este como sendo um imposto somente.

<sup>211</sup> TAVARES, Diogo Ferraz Lemos. Fundamentos e Limites Constitucionais da Extrafiscalidade do “IOF”. **Revista Dialética de Direito Tributário**. n. 223. São Paulo: Dialética, 2014. p. 73.

<sup>212</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.120.

<sup>213</sup> Código Civil: Art. 757. Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados. Parágrafo único. Somente pode ser parte, no contrato de seguro, como segurador, entidade para tal fim legalmente autorizada.

de sinistro, e da seguradora, que possui a obrigação de indenizar eventual prejuízo ocorrido, nos termos contratados pelo segurado. Dessa forma, nota-se que os negócios jurídicos nos quais alguém se obriga para com outrem, mediante remuneração de um prêmio, a indenizar prejuízos resultantes de riscos futuros, estão abrangidos no campo de incidência IOF, em sua modalidade de seguro.

Por fim, há que se falar nas operações “relativas a títulos ou valores mobiliários” passíveis de tributação pelo IOF. Neste ponto, dar-se-á uma atenção especial, haja vista que, como bem elucidado por Sacha Calmon<sup>214</sup>, as operações de circulação de títulos e valores mobiliários são variáveis, inumeráveis e em contínua expansão.

Assim sendo, diante da abrangência expressão utilizada pelo constituinte e como anteriormente exposto no presente trabalho (item 3.1.1), o próprio conceito de “valor mobiliário” no ordenamento jurídico brasileiro é vago e impreciso. Neste diapasão, Ary Oswaldo Mattos Filho<sup>215</sup>, após longo estudo sobre o tema, elucida:

Em conclusão e para o efeito do mercado de capitais, **valor mobiliário é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional.** (g.n.)

Além disso, é importante ressaltar a definição introduzida pela Lei 10.198/2001, já anteriormente ilustrada, ao dispor que “constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria, de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Ademais, resta saber o real significado do termo “títulos” contido no texto legal, haja vista que, nas palavras de Mosquera<sup>216</sup>, o termo “mobiliários”, contido na expressão “impostos sobre operações relativas a títulos e valores mobiliários”, está qualificando tanto o vocábulo “títulos”, quanto o termo “valores”. Desta forma, o IOF deve incidir em caso de operações que envolvam “títulos mobiliários”, bem como operações que decorram de “valores mobiliários”. Assim sendo, conclui o autor que a significação

---

<sup>214</sup> COELHO, Sacha Calmon Navarro. **Curso de Direito Tributário Brasileiro**. 14. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, p. 451.

<sup>215</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: RT, 1985, ano XXIV, v. 59. p. 49.

<sup>216</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.124.

da expressão “títulos mobiliários” está diretamente ligada ao conceito de “título de crédito”, que nada mais são que documentos indispensáveis que representam e mencionam direitos e/ou obrigações pecuniárias.

Dito isto, nota-se que o imposto sobre operações financeiras, poderá incidir sobre a) documentos indispensáveis que representam e mencionam direitos e/ou obrigações pecuniárias (os títulos mobiliários); b) sobre negócios jurídicos relativos a investimentos oferecidos ao público, sobre os quais o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional (valores mobiliários).<sup>217</sup>

Assim, diante dos conceitos acima apresentados, é forçoso concluir que as operações relativas a títulos e valores mobiliários são as que possuem maior congruência em relação aos eventos de investimento praticados no âmbito do *equity crowdfunding*, sobretudo no que tange aos valores mobiliários.

### **5.2.1. Considerações sobre o Imposto sobre Operações Financeiras e o *equity crowdfunding***

Como visto, os investimentos viabilizados pelo financiamento coletivo empresarial enquadram-se no conceito de valores mobiliários descrito no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, bem como na definição demonstrada alhures. Por este motivo, serão estudadas, detalhadamente, somente as características das “operações relativas a títulos ou valores mobiliários” tributáveis pelo IOF, de forma que se conclua pela possibilidade, ou não, de incidência deste imposto no âmbito dos investimentos apontados.

Os investimentos realizados em *equity crowdfunding*, por sua vez, são aqueles em que se investe em uma *startup*, através de uma plataforma *online*, recebendo o direito de participar nos resultados financeiros da empresa, podendo no futuro, converter seu investimento em participação societária direta no capital social da empresa investida, assumindo a figura de sócio.

---

<sup>217</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.131.

Sejam estes investimentos realizados através de um contrato de dívida conversível, contrato de investimento coletivo ou através da constituição de uma Sociedade de Propósito Específico investidora, estar-se-á diante de instrumentos de ofertas públicas de valores mobiliários, que atraem a competência da Comissão de Valores Mobiliários enquanto órgão regulador.

As demonstradas características são suficientes para que se conclua que tais investimentos constituem materialidade passível de tributação pelo IOF (enquanto operações relativas a valores mobiliários), haja vista que se enquadram perfeitamente na hipótese fática atinente a este imposto, conforme a seguir acentuado.

Assim sendo, convém lembrar que, conforme disposto por Roberto Quiroga Mosquera<sup>218</sup>, compõe o critério material da regra matriz deste imposto a realização de negócios jurídicos relativos a investimentos oferecidos ao público, sobre os quais o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, com expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão de título para a materialização da relação obrigacional.

Pois bem, é nítido perceber que os elementos elencados pelo autor estão presentes quando da realização de investimentos em *equity crowdfunding*, posto que o investidor: i) realiza investimentos que foram oferecidos ao público, através da plataforma *online*; ii) não possui controle direto sobre tais investimentos, como já ressaltado anteriormente, haja vista que depende tão-somente do desempenho alcançado pela *startup*; iii) realiza a aplicação em dinheiro; iv) a materialização do título é feita através de um contrato.

Dessa forma, em consonância com a descrição legal da hipótese de incidência do IOF, quando relativa aos valores mobiliários, e ainda em conformidade com a definição legal e doutrinária acerca dos valores mobiliários, conclui-se que, pela análise do aspecto material aqui exposto, há, sim, que se falar em incidência da exação contida no art. 153, V, da Constituição Federal, quando da realização de investimentos em *equity crowdfunding*, independentemente da forma em que este é realizado, desde que observados os demais aspectos integrantes da hipótese de incidência tributária desde imposto.

---

<sup>218</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p.157.

## 6 CONCLUSÃO

O *equity crowdfunding* é uma modalidade de financiamento coletivo, um método novo na busca de capitais de terceiros, com a finalidade de financiar com o dinheiro arrecadado novos empreendimentos, permitindo que o fundador possa iniciar a atividade que propõe. *Equity crowdfunding*, por sua vez, é a modalidade de financiamento coletivo empresarial, em que empresas com potencial de crescimento buscam o apoio financeiro de diversos investidores, para que a somatória de suas contribuições possa ser revertida na execução das atividades da empresa.

Nesta modalidade de investimento, o investidor, em contrapartida, recebe o direito de participar nos resultados financeiros da empresa, podendo no futuro, converter seu investimento em participação societária direta no capital social da empresa investida, assumindo a figura de sócio.

Nesse sentido, nota-se que no Brasil ainda não há um arcabouço regulatório específico para conduzir a atividade do financiamento coletivo empresarial. Todavia, a falta de uma estrutura normativa específica não impede a formação e a operação de mercado, de forma que foram desenvolvidas diversas plataformas de financiamento coletivo destinadas ao investimento em *startups* no país.

A alternativa utilizada pelas plataformas brasileiras foi a de se utilizar uma regulação de exceção de registro prevista na Resolução nº 400 da Comissão de Valores Mobiliários, onde micro e pequenas empresas estão dispensadas de registro na CVM, para emissão de valores mobiliários, desde que cumpram alguns requisitos.

Todavia, cumpre ressaltar que a possibilidade de utilização da prerrogativa de dispensa de registro contida no âmbito da CVM só se aplica, por óbvio, aos agentes que estejam sujeitos à sua regulação, que abrange todo o mercado de valores mobiliários.

Assim sendo, em consonância com as disposições e características dos valores mobiliários contidos no inciso IX, ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, é possível inferir que o enquadramento dos investimentos propiciados pelo *equity crowdfunding* constituem-se como valores mobiliários, ficando submetidos a todo enquadramento legal destinado a estes.

Nesta senda, as plataformas *online* de *equity crowdfunding* realizam a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, que é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas.

Valendo-se da regulamentação disponível no âmbito da CVM, os empreendedores utilizam-se de três configurações distintas para se receber o aporte de recursos através do *equity crowdfunding*, quais sejam o aporte através de contratos de dívida conversível, contratos de investimento coletivo ou através da constituição de uma Sociedade de Propósito específico especialmente criada para o aporte de recursos da empresa a ser empreendida.

No caso de aquisição de contratos de dívida conversível, o investidor aporta o recurso investido na forma de empréstimo, recebendo juros sobre o capital aportado. Já nos casos de realização de contratos de investimento coletivo, o valor aportado ingressa na empresa investida na forma de capital, sendo remunerado sempre que o resultado da empresa for positivo. Sobre tais investimentos, sabe-se que existe a opção de transformação destes em participação societária da própria empresa investida, em que o investidor passará a ser titular de quotas da empresa financiada.

Na terceira modalidade para aportar recursos, quando da criação de uma sociedade de propósito específico, a própria SPE que detém participação na empresa investida e deve receber os rendimentos nas formas previstas em lei, sempre que houver resultado positivo da empresa investida.

Assim, vez que observados os preceitos constitucionais aplicáveis para que se vislumbre o fenômeno da tributação no ordenamento jurídico brasileiro, bem como os limites impostos ao legislador quando da criação das exações tributárias vigentes, é possível, pois, a identificação dos tributos passíveis de incidência quando da execução de investimentos via *equity crowdfunding*.

Outrossim, uma vez verificada a caracterização da hipótese de incidência, com a possibilidade de identificação do fato imponible, há que se falar, pois, em possibilidade de incidência da exação descrita no tipo. Todavia, conclui-se que só há que se falar em nascimento da obrigação tributária, quando houver a perfeita

subsunção do fato a norma, podendo esta subsunção concretizar-se apenas se o fato se encaixar perfeitamente na descrição normativa do antecedente, por força do princípio da tipicidade.

Assim, face a adequação à materialidade das exações tributárias estudadas no presente trabalho, conclui-se que os investimentos realizados através do *equity crowdfunding* são aptos a sujeitarem-se a tributação pelo Imposto de Renda da Pessoa Física, Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e pelo Imposto Sobre Operações Financeiras, em seu núcleo operações relativas a títulos e valores mobiliários, desde que atendidos também os demais aspectos descritos na norma hipotética do tipo tributário.

No que tange ao Imposto de Renda da Pessoa Física, verificou-se que ao se realizar um investimento em *equity crowdfunding*, através das configurações supramencionadas, e, logrando sucesso neste investimento, de forma que a empresa investida obtenha lucros aptos a distribuição, seja através do pagamento do “empréstimo” com os juros devidos (em contrato de dívida conversível) ou decorrente de remuneração com base no desempenho do investimento (em casos de contrato de investimento coletivo), há, pois, a possibilidade de incidir a tributação do imposto de renda. Isto porque a ocorrência destes eventos adequa-se, perfeitamente, à materialidade descrita para fins de imposto de renda, qual seja a aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica, através da elevação patrimonial de valores, bens ou direitos relativos.

Ademais, conclui-se que os investimentos deverão ser tributados na pessoa física através do denominado “ganho de capital”, de maneira apartada da declaração anual do imposto de renda, nas formas previstas em lei, sempre que houver o pagamento decorrente do retorno positivo do investimento. A tributação na forma do ganho de capital nestes casos incidirá quer seja o investimento do tipo renda fixa, no caso da celebração de um contrato de dívida conversível, no qual a remuneração do investimento é prefixada quando do aporte de recursos, quer seja o investimento do tipo renda variável, quando da celebração dos contratos de investimento coletivo, haja vista que em neste caso a remuneração ou retorno do capital não pode ser dimensionado no momento da aplicação dos recursos.

Incide também o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica nos casos dos investimentos realizados através da SPE, quando houver repasse de rendimentos da empresa

investida para a empresa investidora (SPE), em caso dessa transferência gerar acréscimo patrimonial, ocorrendo, pois, o fato tipificado no aspecto material do fato gerador da exação, que deve ser tributado de acordo com a diferença entre receita, custos e encargos e despesas a ela inerentes e apuradas segundo um período de apuração e critérios determinados em lei.

Por fim, concluiu-se que em consonância com a descrição legal do aspecto material da hipótese de incidência do IOF, quando relativa a operações relativas a títulos e valores mobiliários, e ainda em conformidade com a definição legal e doutrinária acerca dos valores mobiliários, há que se falar em incidência da exação quando dos investimentos realizados através do *equity crowdfunding*, posto que há a perfeita adequação em relação à materialidade deste tributo haja vista que o investidor i) realiza investimentos que foram oferecidos ao público, através da plataforma *online*; ii) não possui controle direto sobre tais investimentos; iii) realiza a aplicação em dinheiro; iv) a materialização do título é feita através de um contrato.

## REFERÊNCIAS

AMARO, Luciano. **Direito Tributário Brasileiro**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

\_\_\_\_\_. Imposto de Renda: Regime Jurídico. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

ASSIS, Nádia. **Crowdfunding ainda é muito associado ao assistencialismo**.

Disponível em: <

[http://diariodocomercio.com.br/noticia.php?tit=crowdfunding\\_ainda\\_e\\_muito\\_associado\\_ao\\_assistencialismo&id=134623](http://diariodocomercio.com.br/noticia.php?tit=crowdfunding_ainda_e_muito_associado_ao_assistencialismo&id=134623)>. Acesso em: 14 nov. 2016.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *EQUITY CROWDFUNDING*. **O que é o Equity Crowdfunding?** Disponível em: <<http://equity.org.br/o-que-e>>. Acesso em: 17 jul. 2016.

ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de Incidência Tributária**. 6 ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

BARRETO, Aires Ferdinando. ISS e IOF – Estremação da Incidência – Descontos como Elementos Adjetivos. **Revista Dialética de Direito Tributário**. n. 163. São Paulo: Dialética, 2009.

\_\_\_\_\_. Natureza jurídica do imposto criado pela Medida Provisória 160/90. **Repertório IOB de Jurisprudência**. São Paulo: Síntese, 1990. n.10/90.

BIFANO, Elidie Palma. **O mercado financeiro e o imposto sobre a renda**. 2006. Tese. Orientador: Prof. Doutor Roque Antonio Carrazza. (Doutorado em Direito Tributário) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016**, de 08 de agosto de 2016. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (“investment-based crowdfunding”). Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616edital.pdf)>. Acesso em: 12 de out. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários (CVM): **Parecer de Orientação CVM n.º 32**, de 30 de setembro de 2005. Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 out. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare032.html>>. Acesso em: 01 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários (CVM): **Instrução CVM nº 480**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em 28 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Decreto Nº 3.000**, de 26 de Março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D3000.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3000.htm)>. Acesso em 20 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 5.172**, de 25 de Outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L5172.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5172.htm)>. Acesso em 09 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/Ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em 28 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 9.249**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm)> Acesso em: 15 out. 2015.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 10.3030**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em 27 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Medida Provisória n. 2.158-35/2001**. Altera a legislação das Contribuições para a Seguridade Social - COFINS, para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e do Imposto sobre a Renda, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/MPV/2158-35.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/MPV/2158-35.htm)>. Acesso em 20 out. 2016.

\_\_\_\_\_. **Parecer/CVM/PFE n.º 002/2012**, de 20 de janeiro de 2012. Assunto: Possibilidade de caracterização do Contrato Telemático de Crowdfunding como valor mobiliário para os efeitos do artigo 2.º, inciso IX, da Lei 6.385/76.

\_\_\_\_\_. **Lei Complementar n. 123**, de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LCP/Lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm)>. Acesso em: 20 nov. 2016.

CAMPOS, Fortunato Bassani. CAMPOS, José Maria. Imposto de Renda: Pessoas Jurídicas. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

CARRAZA, Roque Antonio. **Imposto sobre a Renda (Perfil Constitucional e Temas Específicos)**. São Paulo: Malheiros, 2011.

\_\_\_\_\_. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 28.ed. rev. ampl e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

CARVALHO, Paulo de Barros. **Curso de Direito Tributário**. 26. Ed. Saraiva: São Paulo, 2015.

\_\_\_\_\_. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, 2009.

COCATE, Flávia., JÚNIOR, Carlos Pernisa. **Crowdfunding: estudo sobre o fenômeno virtual**. *Líbero*: São Paulo, v.15, n. 29, Jun de 2012.

COÊLHO, Sacha Calmon Navarro. **Curso de Direito Tributário Brasileiro**. 14. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, p. 179.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

COSTA, Regina Helena. **Curso de Direito Tributário: Constituição e Código Tributário Nacional**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

DERZI, Misabel Abreu Machado. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Limitações Constitucionais ao Poder de Tributar**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

\_\_\_\_\_. Nota de atualização da obra de Aliomar Baleeiro, **Direito Tributário Brasileiro**. 12. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

DIAS, T. M. **Rede de Incentivo**. O Estado de São Paulo, 14/05/2013. Disponível em: <<http://cultura.estadao.com.br/noticias/geral,rede-de-incentivo-imp-,1031569>>.

Disponível em: <<http://meufinanciamentocoletivo.com.br/mercado/infografico-crowdfunding-mundo/>>. Acesso em: 15 jul. 2016.

ESTELLÉS-AROLAS, Enrique; GONZÁLEZ-LADRÓN-DE-GUEVARA, Fernando. **Towards an integrated crowdsourcing definition**. Journal of Information Science, 2012.

FAZANO, Haroldo Guilherme Vieira. Sociedade de Propósito Específico (Spe): Aspectos Societários, Contábeis, Fiscais e as Incorporações Imobiliárias. **Revista Virtual Direito Brasil**. 2012, v.6. Disponível em: <<http://www.direitobrasil.adv.br/arquivospdf/revista/revistav61/artigos/fa.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2016.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2005.

GALLO, Giovanna Mazetto. As ofertas públicas. In: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8.

GAMA, Tácio Lacerda. *apud* CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito Tributário, linguagem e método**. 3. ed. rev. e amp. São Paulo: Noeses, 2009.

GAUDENZI, Patricia Bressan Linhares. **Tributação dos Investimentos em Previdência Complementar Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

GONÇALVES, José Artur Lima. **Imposto sobre a Renda, Pressupostos Constitucionais**. São Paulo: Malheiros, 2002.

GUIMARÃES, Leonardo. A SPE – Sociedade de Propósito Específico. **Revista de direito mercantil**, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: Malheiros editores, ano XLI – n. 125 – janeiro/março 2002.

HEMMER, Joachim. **A Snapshot on Crowdfunding**. Working Papers Firms and Region, n. R2/2011.

HOWE, Jeff. **Crowdsourcing. Why the Power of the Crowd is Driving Future of Business**. New York: Three Rivers Press, 2008.

JARDIM, Eduardo Marcial Ferreira. **Manual de Direito Financeiro e Tributário**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

LOBO, Carlos Augusto Silveira. Os valores mobiliários. *In*: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8.

MACHADO, Hugo de Brito. **Comentários ao Código Tributário Nacional**. v. 1. São Paulo: Atlas, 2007.

\_\_\_\_\_. **Curso de Direito Tributário**. 34. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Malheiros Editores, 2013.

MARAFON, Plínio. IOF. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

MARTINS, Marcelo Guerra. **Impostos e contribuições federais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p.197.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Editora FGV, 2015

\_\_\_\_\_. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: RT, 1985, ano XXIV, v. 59.

MATTOS, Eduardo da Silva; RENZETTI, Bruno Polonio. **Equity crowdfunding no Brasil? Primeiras considerações sobre a realidade econômica e disciplina jurídica**. Revista de Direito Empresarial – RDEmp, Belo Horizonte, ano 13, n.2.

MENDES, Leilani Dian. **Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil: Um estudo de caso da plataforma online da Broota Brasil**. 2016. Dissertação. Orientador: Profa. Dra. Viviane Muller Prado. (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

MOLLICK, Ethan. *The dynamics of Crowdfunding*. **Journal of Business Venturing**, 2014, v.29. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2088298](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298)>. Acesso em: 15 nov. 2016.

MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido. **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**. 2014. Dissertação. Orientador: Profa. Ana Paula Borges Gonçalves. (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/startups/>> Acesso em: 20 jul. 2016.

MOREIRA, André Mendes; FONSECA, Fernando Daniel de Moura. Imposto de Renda sobre Ganho de Capital. Necessidade de Realização e Disponibilidade do Acréscimo Patrimonial. Estudo de Caso. **Revista Dialética de Direito Tributário**. n. 238. São Paulo: Dialética, 2015.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

NETTO, Michel Nicolau. **Crowdfunding e a agência da multidão**. Disponível em: <<http://www.overmundo.com.br/banco/crowdfunding-e-a-agencia-da-multidao>> Acesso em: 20 jul 2016.

PAULSEN, Leandro; MELO, José Eduardo Soares de. **Impostos federais, estaduais e municipais**. 8. ed. rev. e atual. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões *apud* CAMPOS, Fortunato Bassani. CAMPOS, José Maria. Imposto de Renda: Pessoas Jurídicas. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p.413.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Apud* RODRIGUES, Marilene Talarico Martins Rodrigues. Imposto de Renda – Pessoa Física. *In* MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). **Curso de Direito Tributário**. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p.438.

PENTEADO, *Arthur*. **Instrumentos de Dívidas Conversíveis em Ações**. Migalhas. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI65839,71043-Instrumentos+de+Dividas+Conversiveis+em+Acoes>> Acesso em: 15 nov. 2016.

PERONI, Bruno Oliva. **Cartilhas de capital empreendedor: equity crowdfunding**. Brasília: Sebrae, 2015.

PORTUGAL. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. **Lei 102**, de 24 de agosto de 2015. Regime jurídico do financiamento coletivo. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/branqueamento/Documents/Lei%20102\\_2015\\_crowdfunding.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/branqueamento/Documents/Lei%20102_2015_crowdfunding.pdf)> Acesso em: 11 nov. 2016.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliários, oferta pública e privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. *In*: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8.

QUEIROZ, Luis Cesar Souza. **Imposto sobre a Renda – Requisitos para uma Tributação Constitucional**. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

REZENDE, Joanna Oliveira. Tributação dos Fundos de Investimento e algumas questões controvertidas. *In* SANTI, Eurico Marcos Diniz. **Direito tributário: tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011. Série GVlaw.

RIFFEL, Melanie Giacobbo. **Crowdfunding: de modismo a novo instrumento financeiro**. Brasil. 2016. Dissertação. Orientador: Prof. Istvan Karoly Kasznar. (Mestrado em Administração). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

RULLO, Carmine. Mercado financeiro e de capitais: investimentos em renda variável. *In* SANTI, Eurico Marcos Diniz. **Direito tributário: tributação dos mercados financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011. Série GVlaw.

SCHOUERI, Luís Eduardo. **Direito Tributário**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

SOUSA, Rubens Gomes. *Apud* MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

SPINELLI, Luís Felipe; SCALZILLI, João Pedro; CORRADINI, Luiz Eduardo; TELLECHEA, Rodrigo. Contrato de Investimento Coletivo Como Modalidade de Sociedade em Conta de Participação. **Revista SÍNTESE Direito Empresarial**. São Paulo: Editora Síntese, Ano 7, nº 39, Jul./Ago; 2014.

STEFFEN, César. Meios digitais participativos e economia criativa: uma exploração das plataformas brasileiras de *crowdfunding*. **Intexto**. Porto Alegre: UFRGS, v. 32, jan/abr. 2015.

STEINBERG, Scott. **The crowdfunding bible: how to raise money for any startup, video game, or project**. Read.me, 2012. Disponível em: <<http://www.crowdfundingguides.com/The%20Crowdfunding%20Bible.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2016.

STUBER, Walter Douglas. Intermediação de operações de oferta de valores mobiliários no exterior via internet. *In*: WALD, Arnold (Org.). **Direito empresarial: mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v.8.

TAPSCOTT, Don; WILLIAMS, Antony D. **Wikinomics: como a colaboração em massa pode mudar o seu negócio**. Traduzido por Marcello Lino. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

TAUHATA, Sérgio. CVM aprova novo modelo para investimento coletivo. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 jan. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4409358/cvm-aprova-novo-modelo-para-investimento-coletivo>> Acesso em: 11 nov. 2016.

TAVARES, Diogo Ferraz Lemos. Fundamentos e Limites Constitucionais da Extrafiscalidade do "IOF". **Revista Dialética de Direito Tributário**. n. 223. São Paulo: Dialética, 2014.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2014, v.1.

TÔRRES, Heleno Taveira. Interpretação e Integração das normas tributárias. *In* Tratado de Direito Constitucional Tributário. São Paulo: Saraiva, 2005.