

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 27

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2020

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsèrié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTES NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Gerson Branco (UFRGS), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Jacques Labrunie (PUC-SP), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Rafael Vieira de Andrade de Sá (FGV-SP) e Raphaela Magnino Rosa Portilho (UERJ).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 27 (julho/dezembro 2020)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicado no segundo semestre de 2021.

OS VIESES COGNITIVOS DO INVESTIDOR DAS PLATAFORMAS DE INVESTIMENTO E A INSTRUÇÃO 588 DA CVM COMO REGULADORA¹

THE COGNITIVE INVESTOR BIAS OF INVESTMENT PLATFORMS AND CVM INSTRUCTION 588 AS REGULATORY

*Renan Boccacio Souza da Silva**

Resumo: O artigo apresenta uma reflexão sobre a captação de recursos financeiros através das plataformas de *Equity Crowdfunding* e o comportamento do investidor. O objetivo do artigo é buscar uma compreensão de quais são os vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão do investidor e se a instrução da CVM é capaz de mitigar esses vieses. Em relação as discussões postas, a primeira parte do trabalho se destina a apresentar brevemente o ambiente do *Equity Crowdfunding*, trazendo um panorama sobre quais são as partes envolvidas nessa nova modalidade de financiamento. Após, apresenta-se todos os vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão do investidor, o qual é influenciado por diversos atalhos mentais que interferem na tomada de decisão. Ao final, ilustra-se que existem regramentos na instrução da CVM que ajudam a mitigar os vieses cognitivos que interferem a tomada de decisão dos investidores.

Palavras-chave: Vieses Cognitivos. Economia Comportamental. Equity Crowdfunding. Financiamento.

Abstract: The article presents a reflection on fundraising through Equity Crowdfunding platforms and investor behavior. The purpose of the article is to seek an understanding of what are the

¹ Artigo recebido em 19.09.2021 e aceito em 17.12.2021.

* Mestrando em Direito na Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, orientado por Dr. Ms. Rafael de Freitas Valle Dresch. Vinculado ao grupo de pesquisa CNPq/UFRGS Filosofia do Direito Privado: da teoria à prática. Advogado. E-mail: rbs@boadv.com.br

cognitive biases that influence investor decision making and whether the CVM's instruction is capable of mitigating these biases. In relation to the discussions put forward, the first part of the work is intended to briefly present the Equity Crowdfunding environment, providing an overview of who are the parties involved in this new financing modality. Afterwards, it presents all the cognitive biases that influence the investor's decision making, which is influenced by several mental shortcuts that interfere in the decision making. In the end, it is illustrated that there are rules in the CVM instruction that help to mitigate the cognitive biases that interfere with investors' decision-making.

Keywords: Cognitive Biases. Behavioral Economics. Equity Crowdfunding. Fundraising.

Sumário: Introdução. 1. O Panorama geral do *Crowdfunding* e as principais questões do *Equity Crowdfunding*. 1.1. A plataforma de investimento. 1.2. O Investidor. 1.3. As empresas emissoras. 2. Os vieses cognitivos que influenciam o comportamento do investidor. 2.1. Da ancoragem (*anchoring*). 2.2. Aversão a perda (*loss aversion*). 2.3. Falácia do jogador (*gambler's fallacy*). 2.4. Confirmação (*confirmation bias*). 2.5. Lacunas de empatia (*hot-cold empathy gaps*). 2.6. Autoconfiança excessiva (*overconfidence*). 2.7. Efeito de enquadramento (*framing*). 2.8. Otimismo (*optimism bias*). 3. A importância das instituições e a instrução 588 da CVM como forma de mitigar os vieses cognitivos do investidor. Conclusão 6. Bibliografia.

Introdução.

A captação de recursos financeiros pelos métodos de mútuos bancários sempre foi extremamente onerosa às empresas de peque-

no porte, visto o elevado custo das taxas de juros, prazos exíguos e a necessidade de garantias excessivas. Essa dificuldade é ainda mais evidente quando se está diante de empresas de pequeno porte e, em especial, empresas da área de inovação e tecnologia – *startups*, que convivem em ambientes de elevado risco e incertezas. Do lado dos investidores, o mercado bancário tradicional (poupanças, CDI, CDB) dificilmente oferece taxas de retorno significativas aos recursos financeiros investidos pelos poupadores.

O desincentivo instiga esses *players*, cada qual como a intenção de satisfazer os seus próprios interesses, a buscarem oportunidades de investimentos diversos. Assim, a captação de recursos através das modalidades de *private equity*, *venture capital* e mercado de capitais surgem como uma solução para esses agentes,² pois para os investidores existem chances de ganhos superiores aos regulares, para os investidos a capitalização em troca da repartição do lucro, se existir, é o dinheiro menos oneroso.³

Os investimentos de *venture capital* e *private equity* são operações financeiras realizadas através de veículos de investimentos próprios. Os investimentos ocorrem de forma privada e em empresas de capital fechado, as quais não estão maduras o suficiente para estarem

2 No Brasil, alguns fundos de investimento de capital de risco (Venture Capital) iniciam os seus trabalhos através de financiamentos oferecidos pelo BNDES. Contudo, as garantias e exigências afastam as empresas de pequeno porte. Posteriormente, a Contec conjuntamente com Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) melhorará esse cenário, pois cria alternativas de financiamento para o setor das empresas de pequeno porte da área da tecnologia, mas sem sucesso, pois as regras ainda eram muito exigentes.

3 Em relação ao financiamento de projetos pela emissão de valores mobiliários, Eduardo Fortuna discorre que o financiamento pela modalidade de troca de dinheiro por cotas/ações é uma operação que permite dividir riscos entre o empreendedor e o financiador, os quais são remunerados pelo fluxo de caixa do empreendimento e que essa é a operação mais eficiente sob o ponto de vista de riscos. Essa modalidade permite a distribuição de riscos e retorno entre os participantes por meio do isolamento de ativos e passivos no projeto (CATEB, Alexandre Bueno. PIMENTA, Eduardo Goulart. Análise Econômica do Direito Societário. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia no Brasil*: Estudos sobre a análise econômica do direito. 3. ed. Indaiatuba: Editora Foco. p. 230).

listadas no mercado de capitais, mas não estão em estágio inicial. O acesso ao capital é restrito e escasso, pois as empresas investidoras (*fundos de venture capital e private equity*), normalmente, participam ativamente da administração, ajudando no crescimento da empresa e objetivam a oferta pública de valores mobiliários, pois é o momento de saída do investimento.⁴

A capitalização da empresa através da emissão de ações é o objetivo central do mercado de capitais.⁵ Esse mercado tem o papel de intermediar a relação entre os agentes econômicos superavitários com os deficitários. A conexão é realizada através da emissão de valores mobiliários, os quais circulam no mercado de capitais e são o instrumento que possibilita o financiamento empresarial.

Essa modalidade – mercado de capitais - é extremamente eficiente para empresas maduras e de grande porte, sendo considerada, sob o ponto de vista de eficiência econômica de custo de captura, a melhor forma de financiamento. Contudo, é complexa e custosa para as empresas de pequeno porte e de elevado risco, sendo improvável ou até impossível que uma empresa em estágio inicial consiga acesso à essa modalidade de financiamento.⁶

4 ENEI, José Virgílio Lopes. O capital de risco e o private equity no Brasil. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2018.

5 O mercado de capitais tem o papel de interligar os agentes econômicos superavitários dos agentes deficitários, atuando como autêntico “intermediário”, de forma habitual e profissional (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais* – regime jurídico. 2. ed. Revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 8)

6 Para ingressar no mercado de valores mobiliários existe uma regulação extremamente rigorosa que ajuda a manter a segurança dos investidores. Essas exigências são constituídas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é uma autarquia federal, encarregada de regular e fiscalizar as operações financeiras que tenham valores mobiliários envolvidos. Esta autorização a emissão, negociação e fiscaliza os agentes que estão nesse mercado, sendo que a sua competência está atrelada a esses três pontos centrais. A instituição tem personalidade e patrimônio orçamentário próprio, não está sub-rogada ao Ministério da Fazenda, o que a torna independente (FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito Empresarial II: sociedade*

Por isso, com a intenção de incentivar e assegurar o financiamento privado às empresas de pequeno porte e de elevado risco, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da instrução 588/17, regulou o mercado de *Equity Crowdfunding*, uma maneira alternativa de captação de recursos através da emissão de valores mobiliário. O objetivo do regulador é reduzir as exigências regulatórias e permitir que empresas de pequeno porte, através de portais de internet cadastrados junto a CVM – plataformas *online*, consigam captar recursos em troca de futuras participações societárias.

Através dessa instrução, a CVM organiza a relação de todos os agentes econômicos, constitui regras e deveres ao novo intermediador (plataforma) – tornando-o verdadeiro gatekeeper,⁷ bem como limita a quantia de aporte financeiro dos investidores de varejo. A ideia é, ao mesmo tempo que cria incentivos para que pessoas interessadas e empresas emissoras ingressem nesse novo mercado, que o investidor não fique desprotegido.

Percebe-se, então, que o cenário dessa nova regulação deve ser visto da seguinte maneira: de um lado temos um ambiente de investimentos com preço acessível, elevado risco e possíveis ganhos, pois as empresas que utilizam esse mercado são nascentes, estruturadas de maneira simples - sem governanças corporativas ou estruturas societárias complexas. De outro lado, os investidores que estão ávidos por ganhos exponenciais.

Sobre essa questão, importante lembrar que os agentes, conforme compreendido pela AED⁸ - mais precisamente pela teoria neoclássica, são racionais, agem por incentivos e visam maximizar os

anônima, mercado de valores mobiliários. 2 ed. ver. atual e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2009. p. 49).

7 A CVM nos comentários apresentados para a elaboração da Instrução 588 discorre que essa função é de grande relevância e que o exercício de gatekeeper consiste em enviar seus melhores esforços para assegurar que as informações prestadas pelo emissor são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

8 Análise Econômica do Direito.

seus ganhos. Essa teoria, que é a mais difundida e adotada pelos reguladores, pois acreditam que as pessoas conseguem compreender as informações.⁹

Em complementação a essa teoria, a Economia Comportamental, que visa tentar compreender mais o agir do ser humano, revela que as pessoas têm racionalidade limitada e agem em razão de seus vieses cognitivos e heurísticas. Isto é, eles agem com força de vontade reduzida, interesse próprio limitado e vinculados a emoções, resultando em tomadas de decisões irracionais, sob o ponto de vista da eficiência econômica.¹⁰

Assim, a partir dessa regulação um importante questionamento surge: a instrução 588 da CVM é capaz de mitigar as heurísticas e os vieses cognitivos dos investidores dessa nova modalidade de captação de recursos. E, para tratarmos desse questionamento proposto, o presente ensaio é dividido em três partes. Na primeira parte, aborda-se um panorama geral do que é o *Equity Crowdfunding* e quais são os agentes envolvidos nessa operação econômica. Posteriormente, ilustra-se quais são as heurísticas e os vieses cognitivos que influenciam o comportamento dos investidores. Uma vez transposta essas fases, ao final, analisar-se-á a instrução 588 da CVM e se buscará compreender se a regulação consegue reduzir a influência desses vieses cognitivos do investidor.

1. O panorama geral do *crowdfunding* e as principais questões do *equity crowdfunding*.

O *Crowdfunding* tem origem ligada ao *Crowdsourcing*.¹¹ Esse

9 EJAN, Mackaay; Rousseau, Stéphane. *Análise econômica do direito*. Tradução Rachel Sztajn. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

10 SUNSTEIN, Cass R.; JOLLS, Christine; THALER, Richard H. A behavioral approach to law and economics. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 50, n. 5 p. 1471-1550, mai. 1998. p 8

11 O *Crowdsourcing* tinha como grande objetivo auxiliar artistas a financiar os seus projetos de

possibilita que agentes econômicos, através de uma plataforma *online* e com destino a determinado grupo de pessoas, busquem recursos financeiros ou prestadores de serviços para um específico projeto. Os interessados na captação apresentam ao público o projeto e recebem dinheiro ou serviços em contrapartida a pessoa do investido entrega uma recompensa.¹²

O *Crowdfunding* é, portanto, um processo estruturado para arrecadar dinheiro ou serviços com a multidão (*crowd*), geralmente por meio do uso de redes sociais e plataformas dedicadas na *Internet*.¹³ Essa modalidade auxilia as empresas de pequeno porte a suportarem ambientes de escassez de crédito.¹⁴⁻¹⁵

O *Crowdfunding*¹⁶ é um termo guarda-chuva,¹⁷ pois abrange

artes, de filantropia, os quais precisam de doação e contribuição das multidões (*crowd*), essas contribuições podem ser pecuniárias ou de serviços.

12 MEADOWS, Michael R. The Evolution of Crowdfunding: Reconciling Regulation Crowdfunding with Initial Coin Offerings. *Law e-Commons*, Chicago, v. 30, n. 2, p. 272-295, jan. 2018. Disponível em: <https://lawcommons.luc.edu/lclr/vol30/iss2/13>. Acesso em: 13 de abril de 2021.

13 HEMINWAY, Joan MacLeod. The New Intermediary on the Block: Funding Portals under the Crowdfund Act. *UC Davis Business Law Journal*, Davis, v. 13, n. 2, p.177-206, Spring 2013.

14 VIEIRA, Alberto; SCHECHTAMN, David; HANSZMANN, Felipe. As limitações do *crowdfunding* de investimentos no Brasil como forma de financiamento. In: BARBOSA. Henrique, BOTTRELL Sérgio. *Novos temas de direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 385

15 O *Crowdfunding* foi a solução do mercado europeu durante a crise de 2008, visto que inúmeras empresas de pequeno porte tiveram grande dificuldade para captar recursos com bancos tradicionais e, por isso, utilizam da captação através das multidões e ultrapassar esse momento de dificuldade (GABISON, Garry A. Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal. *DePaul Business & Commercial Law Journal*, Chicago, v. 13, n. 3, p. 359-410, Spring 2015).

16 Alguns autores, tais como Alberto Vieira, Felipe Hanszmann e David Schetmann classificam essa modalidade de captação de recursos como um microfinanciamento, que está baseado na colaboração coletiva dos usuários de uma rede, um financiamento similar as associações e cooperativas, as quais ajudam os associados através do auxílio colaborativo. Essa modalidade ajudou a financiar as obras de Mozart, Alexander Pope, Beethoven, os quais utilizaram de financiamento coletivo para conseguirem estruturar os seus concertos e projetos culturais (VIEIRA, Alberto; SCHECHTAMN, David; HANSZMANN, Felipe, Op. Cit., p 383).

mais de uma maneira que possibilita que pessoas possam receber pequenas quantias de diferentes indivíduos através da *internet*.¹⁸ *Entre as modalidades existentes*,¹⁹ o *Equity Crowdfunding* é a única regulada pela CVM. A autarquia o define como um método de captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados como sociedades empresárias de pequeno porte. A distribuição ocorre, exclusivamente, por meio da plataforma eletrônica de investimen-

17 A Organização Internacional de Valores Mobiliário (IOSCO) discorre que: “Crowd-funding is an umbrella term describing the use of small amounts of money, obtained from a large number of individuals or organizations, in order to raise funds for a project, business/personal loan or other financing needs through online web-based platforms. Peer-to-peer lending is a form of *crowdfunding* used to fund loans, which are paid back with interest. Equity crowdfunding is the raising of capital through the issuance of stock to a number of individual investors using the same method as crowdfunding” (International Organization of Securities Commission – OICV/IOSCO. *Survey Report “Crowdfunding”*. Madrid: [s. l.], dez. 2015).

18 O banco mundial define crowdfunding como uma maneira disponibilizada pela internet para as empresas captarem recursos financeiros através de doações ou investimentos de inúmeros indivíduos (International Organization of Securities Commission – OICV/IOSCO, Op. Cit.). Os Autores BELLEFLAMME P., LAMBERT T.; SCHWIENBACHER definem *crowdfunding* como uma chamada aberta, normalmente através da internet, para a provisão de recursos financeiros, seja em forma de doação ou em troca de recompensa ou direitos de voto. (Crowdfunding: tapping the right crowd, international conference of the France Finance Association (AFFD) 2011, may 11-13. Disponível em: www.ssrn.com. Acesso em: 13 nov. 2020). O Autor Darian M. Ibrahim define “Crowdfunding may be commonly thought of as using the Internet to raise money for a product or cause. Businesses, political campaigns, and charitable organizations all use the Internet to raise money” (IBRAHIM, Darian M. *Equity Crowdfunding: A market for lemons? William & Mary Law School Research Paper*, Nova York, v. 292, n. 9, p. 561-607, dez. 2015).

19 O *Crowdfunding* tem quatro modalidades, sendo elas: 1) Doação, que é muito utilizada para promover eventos e projetos filantrópicos e não tem contrapartida; 2) Retribuição, normalmente utilizada por empreendedores que buscam viabilizar a produção de pesquisas, filmes, tendo como contrapartida uma recompensa; 3) Empréstimos, funcionam da mesma maneira que um empréstimo bancário, sendo pouco utilizado no Brasil, visto as questões regulatórias; e 4) Participação, utilizado por empresas ou empreendedores que almejam uma alternativa de financiamento das atividades de sua empresa nascente, dando em troca de investimento efetuado pelos investidores uma participação naquela (FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. *Crowdfunding de participação e financeiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 79, p. 37-52, jan./mar. 2018).

to participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores (*crowd*) que fornecem financiamento nos limites previstos na própria regulamentação.

O *Equity Crowdfunding* é uma nova espécie de *funding* (captação de recursos) através de uma oferta pública de valores mobiliários simplificada, menos burocrática, onerosa, com foco em empresas de pequeno porte e que tenham dificuldade de acesso aos mercados tradicionais. A oferta pública é realizada através de uma plataforma virtual que intermedia a arrecadação e é denominada de plataforma de investimento.²⁰

O propósito dessa operação é permitir que empresas, que não podem estar listadas na bolsa de valores, pois não estão maduras e sem recursos suficientes para se organizarem, cumprirem com todas as normas cogentes do mercado de valores mobiliários, consigam financiar os seus projetos e se capitalizar através do recebimento de dinheiro das poupanças de populares (investidor de varejo), em contrapartida a uma parcela participação nos futuros lucros dessa empresa.

Percebe-se, assim que essa nova modalidade de *funding* é composta por três participantes, que são: (A) a plataforma de investimento; (B) o investidor (multidão - *crowd*); (C) as empresas emissoras.²¹

1.1. A plataforma de investimento.

As plataformas de *Equity Crowdfunding* começam a se desenvolver no Brasil a partir de 2014, ou seja, antes da regulação apresen-

20 O Autor Darian Ibrahim define o *Equity Crowdfunding*, como a contribuição em dinheiro de investidores em contrapartida de ações (IBRAHIM, Darian M. *Op. Cit.*)

21 GARRY, A Gabison. *Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal DePaul Business & Commercial Law Journal*, Chicago, v. 13, n. 3, p. 359-409, Spring 2015.

tada pela Instrução 588/17 da CVM. As operações se baseavam na permissibilidade dos Artigos 5º, III, da Instrução 400/03 e do Artigo 7º, IV e V da Instrução 480/09, ambas da CVM.²² Contudo, não existia uma definição de quem era esse novo intermediador e quais as suas funções e responsabilidades na operação econômica.

A partir da instrução 588 da CVM, define-se que as plataformas são os novos agentes intermediadores²³ de valores mobiliários, os quais devem ser pessoas jurídicas necessariamente constituídas no Brasil, registradas e autorizadas pela CVM para exercerem profissionalmente uma atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte.

A instrução, além de definir quem são as plataformas, obriga-as a verificar e fiscalizar os dados dos ofertantes, observando se esses preenchem os critérios mínimos e se as informações da empresa emissora foram disponibilizadas corretamente na plataforma. Esses intermediários, em razão das responsabilidades auferidas pela CVM, se tornam verdadeiros *gatekeepers*²⁴ das operações.

22 As regras dispostas nas regulações discorriam que empresas consideradas como de pequeno porte e que estavam enquadradas nas regras do Lei do Simples Nacional poderiam emitir valores mobiliários sem a necessidade de registro junto a Autarquia (PITTA, André Grunspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 426)

23 Como exposto por Joan Heminway as plataformas de investimentos são novas modalidades de intermediadores, as quais se assemelham aos reconhecidos canais de distribuição de valores mobiliários convencionais. Assim, como intermediadores, elas têm obrigações de informação e de intermediários de certificação, pois desempenham uma função coletivizadora. Outrossim, são *gatekeeper* independentes, intermediários e de reputação. Dessa forma, muitas vezes, como ocorre no mercado de capital tradicional, os investidores se preocupam com a reputação desse agente intermediador como se agente fiduciário fosse. (HEMINWAY, Joan MaCleod, *Op. Cit.*, p. 195)

24 O maior propósito da CVM é o de descentralizar a sua confiança, colocando deveres e obrigações às plataformas, os quais incorporam as suas obrigações e passam a ser os seus olhos da autarquia junto ao mercado, sob pena de responsabilidades. Essa maneira de pensar e obrigações dispostas exige que o novo intermediador não seja apenas marketplace de empresas, mas um verdadeiro “zelador” (PITTA, André Grunspun, *Op. Cit.*, p. 428)

1.2. O Investidor.

O investidor é a fonte de recursos do *Equity Crowdfunding*, sendo ele um agente superavitário que tem interesse em investir em projetos/empresas que lhe agrade. Os investidores são a essência dessa modalidade de financiamento e de qualquer operação junto ao mercado de capitais.

No caso das plataformas de investimento, de maneira diversa do que pode ocorrer no mercado de capitais, a ideia é que existam vários investidores e que esses façam pequenos aportes financeiros. Assim, todas as ofertas, em regra, têm limitações de quantidade financeira e de volume de valores mobiliários, a fim de que seja possível alcançar a verdadeira multidão.²⁵

1.3. As empresas emissoras.

As emissoras são sociedades empresariais de pequeno porte e brasileiras, ou seja, precisam possuir registro no Brasil. A CVM define que empresas de pequeno porte são as sociedades que têm receita bruta anual limitada a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais). Além disso, essas não podem ter registro prévio junto à CVM.

2. Os vieses cognitivos que influenciam o comportamento do investidor.

A teoria econômica neoclássica compreende que as pessoas são racionais, se preocupam apenas consigo e adotam comportamen-

25 A Instrução traz exceções a regra de limitação de valores, contudo isso ocorre quando exista investidores mais sofisticados. (VIEIRA, Alberto, SCHECHTMANN, David e HANSZMANN, Felipe. As limitações do crowdfunding de investimentos no Brasil como forma de financiamento. *In*: BARBOSA. Henrique, BOTREL Sérgio. *Novos temas de direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 396-401)

tos que buscam maximizar os seus ganhos e, conseqüentemente, o seu bem-estar. Ainda, a teoria defende que os agentes conseguem compreender as suas ações, ou seja, buscam satisfazer as suas necessidades da melhor forma possível a partir do estado de coisas que lhe é apresentado.²⁶

De maneira complementar, trazendo uma perspectiva de que os agentes têm racionalidade limitada e que sofrem influências na tomada de decisão, surge a teoria da economia comportamental.²⁷ Essa teoria usa *insights* das ciências sociais em geral e da psicologia, em particular, para tentar compreender o pensamento e ação do agente. Essa teoria, complementando a teoria neoclássica, busca explicar que as pessoas tomam decisões ilógicas sob o ponto de vista racional econômico.²⁸

As ciências comportamentais não tentam anular ou diminuir os estudos da economia neoclássica, mas tentam explicar e comprovar que as decisões dos agentes são construídas a partir de pensamentos lógicos que surgem de “atalhos mentais”, os quais são criados pela mente das pessoas e que ajudam a acelerar as decisões, que são as heurísticas²⁹. As heurísticas são os atalhos que agilizam e simplificam a percepção, a forma como se faz uma avaliação das informa-

26 YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 11-12.

27 A inovação - e a controvérsia - da economia comportamental busca discorrer sobras as dúvidas existentes na teoria da escolha racional. Entre os objetivos, visa-se questionar o comportamento humano e seu valor preditivo. Assim, na medida em que a maximização do bem-estar é um objetivo válido, a economia comportamental não faz nenhuma afirmação normativa contrária, mas se preocupar em compreender como o ser humano toma decisões e sob quais influências (PI, Daniel; PARISI, Francesco; LUPP, Barbara; Biasing, Debiasing, and the Law. *In*: ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. *Oxford Handbook Behavioral Law and Economics*. Oxford: Oxford University Press, 2014).

28 THALER, Richard H. *Advances in Behavioral Finance*, Volume II. Nova Jersey: Princeton University Press, 2005. p. 15. Série CVM Comportamental – Vieses do Investidor; CORR, Philip; PLAGNOL, Anke. *Behavioral Economics: The Basics*. Abingdon: Routledge, 2018. p. 3

29 CORR, Philip; PLAGNOL, *Op. Cit.*

ções recebidas, revelando que os seres humanos têm racionalidade limitada, ponto diverso da econômica neoclássica.

Outrossim, esses atalhos mentais ajudam na tomada de decisão rápida. Contudo, conjuntamente com esses, existem “filtros mentais” que podem distorcer a realidade e são capazes de induzir o agente a erros de percepção, avaliação e julgamento. Esses filtros são chamados de vieses cognitivos e esses podem ocorrer de forma sistemática e previsível.³⁰

Trazendo essa discussão para o campo das decisões financeiras, os vieses cognitivos também estão presentes no cotidiano dos investidores, demonstrando que nem sempre esses agentes agem de maneira racional. O exemplo de participação de investidores em escândalos de pirâmides financeiras comprova que a racionalidade não está presente em todas as decisões tomadas. Do contrário, esses revelam a existência de vieses cognitivos que interferem uma decisão coerente.

Percebe-se, assim, que esses vieses influenciam também os investidores sofisticados, comprovando algumas das teses dos estudos de economia comportamental, que revelam que os agentes econômicos são influenciados por vieses e que a racionalidade do agente é limitada.³¹ Em relação aos vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão dos investidores temos os: (A) ancoragem; (B) aversão a perda; (C) falácia do jogador; (D) confirmação; (E) lacunas de empatia; (F) autoconfiança excessiva; (G) efeito de enquadramento; (H) otimismo.³²

30 Os vieses cognitivos são padrões sistemáticos de desvio da norma ou da racionalidade no julgamento. Os indivíduos criam sua própria realidade subjetiva a partir da sua percepção do mundo. Assim, vieses cognitivos podem às vezes levar à distorção perceptual, julgamento (BARON, Jonathan. *Heuristics and Biases*. In: ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. *Oxford Handbook Behavioral Law and Economics*. Oxford: Oxford University Press, 2014).

31 CHOI, Stephen J; PRITCHARD, Adam. Behavioral and Economics and the SEC. *Public Law and Legal Theory Research Paper*, Ann Arbor, v. n. 115. p. 1-7, fev., 2003.

32 Todos os pontos indicados foram retirados das obras da Série CVM Comportamental – Vieses do Investidor e I, THALER, Richard H. *Op. Cit.*

2.1. Da ancoragem (*anchoring*).

Os investidores ao formar estimativas e investir, geralmente, começam com algum valor inicial, possivelmente arbitrário de maneira livre e o ajustam a partir dele. Evidências experimentais mostram que o ajuste costuma ser insuficiente. Em outras palavras, as pessoas se “ancoram” no valor inicial e ficam presas ao valor da cota investidas. Assim, as decisões são sempre influenciadas com a ideia de buscar, no mínimo, os valores investidos, mesmo que o mercado não revele perspectivas de futuro.

A ancoragem ocorre em razão da capacidade associativa que a mente faz com as palavras, sempre que se escuta uma expressão, surgem palavras similares, uma após a outra, numa reação em cadeia se chama de *priming*. Assim, quando se está em um momento de baixa, normalmente as pessoas associam a diversas outras frases de quedas e ficam ancoradas no valor inicial, sem observar que estão desperdiçando boas oportunidades de investimento.

2.2. Aversão a perda (*loss aversion*).

Esse viés revela que as pessoas atribuem maior importância às perdas do que aos ganhos, fato que pode levar os investidores a correrem maiores riscos para reparar eventuais prejuízos. Os psicólogos comprovam que a perda é mais valorizada do que as conquistas, trazendo como consequência a exposição dos investidores a maiores riscos e possíveis armadilhas.

A dor, em quase todos os casos, tem uma sensação mais forte que o prazer, o que faz com que os seres humanos sempre pensem com receio sobre ela. Assim, no mundo dos investimentos, o sentimento de perda e ganhos trazem a mesma sensação. Dessa forma, muitos investidores insistem em investimentos sem perspectiva futura de melhora, seja pelo medo da dor de realizar o prejuízo, seja pela recusa em admitir eventuais erros na escolha da aplicação. E, em ra-

ção disso, desperdiçam boas oportunidades de investimento e ficam presos a armadilhas.

2.3. Falácia do jogador (*gambler's fallacy*).

Esse viés também é conhecido como a Falácia do Apostador ou Falácia de Monte Carlo, origina-se da dificuldade do investidor de analisar com independência as estatísticas e assim calcular as probabilidades. Além disso, esse viés faz com que inúmeros investidores acreditem, sem bases estatísticas, que uma série de valorizações seguidas de um mesmo papel se repetirá, sem que exista uma explicação racional para tal afirmativa.³³

Além disso, esse viés pode influenciar o investidor a manter em carteira ativos que estão perdendo o valor sem a compreensão do motivo da desvalorização. Ainda, a pessoa passa a acreditar, sem justo motivo ou prova fática, que em razão de algum processo aleatório o preço do ativo retornará ao valor original.

2.4. Confirmação (*confirmation bias*).

O viés da confirmação é a tendência de lembrar informações antigas e interpretar novas informações para apoiar as opiniões e crenças já existentes. No mercado de investimentos, um investidor que já tenha adquirido confiança em determinada empresa, tenderá a confiar e acreditar que essa empresa poderá retornar aos patamares positivos, mesmo que as análises digam o oposto.

33 Um dos exemplos dessa crença, analisada no cotidiano, é a visão equivocada de que eventos passados afetam a probabilidade de resultados futuros é o jogo de “cara ou coroa”, por exemplo, esse viés leva uma pessoa a acreditar que o fato de ter ocorrido “cara” muitas vezes seguidas torna maior do que 50% a probabilidade de sair “coroa” no próximo lançamento. (CORR, Philip; PLAGNOL, Anke. *Op. Cit.*).

De modo oposto, se o investidor teve uma experiência ruim tenderá a ter uma interpretação ruim do investimento, ainda que esta esteja se baseando em dados insuficientes para uma avaliação consistente. O problema desse viés é que a pessoa pode inadvertidamente procurar apenas as informações que apoiem suas crenças, o que dificulta a análise do todo.

2.5. Lacunas de empatia (*hot-cold empathy gaps*).

Esse é um viés cognitivo que reflete o fato de que as pessoas subestimam as influências dos impulsos do seu estado emocional em suas atitudes. Por exemplo, elas subestimam o efeito de estar com fome, raiva, nervosismo, pressa, que são considerados como “estados de calor”, quando têm que tomar decisões. E, quando não estão com esses sentimentos, estão em “estado de frio”. No ambiente de investimentos é muito importante que as emoções sejam deixadas de lado e qualquer tomada de decisão como o estado emocional “quente – de calor” deve ser evitada, pois pode estar sendo influenciada por esse viés.

2.6. Autoconfiança excessiva (*overconfidence*).

Esse viés faz com que a pessoa confie excessivamente em seus próprios conhecimentos e opiniões, superestimando a sua contribuição pessoal para a tomada de decisão. Em razão disso, tendem a acreditar que sempre estão tomando a escolha correta, pois é a sua escolha, bem como atribui os seus eventuais erros a fatores externos.

Ainda, é a partir desse viés que a pessoa sempre tende a acreditar que as informações que estão em sua posse são melhores, mais valiosas e coerentes do que de terceiros. No ambiente do mercado de investimentos, os investidores podem acreditar que as suas escolhas são melhores que as indicações e informações do mercado.

2.7. Efeito de enquadramento (*framing*).

Esse viés cognitivo revela que as decisões dos investidores são afetadas pela forma como o conteúdo e as informações são apresentados. As pessoas são influenciadas pela maneira como as informações são distribuídas ao investidor.

Em relação a esse viés, nota-se que é possível induzir a pessoa a escolher uma opção menos vantajosa financeiramente pela maneira como se apresenta a informação e o cálculo. Do mesmo modo, é possível que a pessoa seja influenciada no sentido de buscar o risco, se a escolha for apresentada em termos que assim a induza. Isto é, as pessoas são altamente estimuladas pela maneira como a informação é apresentada, sendo importante sempre tentar compreender o enquadramento da informação, para evitar esse viés.

2.8. Otimismo (*optimism bias*).

Esse viés faz com que a pessoa tenha a tendência de superestimar a probabilidade de que eventos positivos aconteçam e subestimar os riscos e questões negativas. Esse viés faz com que as pessoas acreditem que o futuro sempre será melhor do que o passado. Dessa forma, quando fazem um investimento, a tendência é acreditar que tudo transcorrerá normalmente e que sempre existirá lucro.

Em relação aos investidores que aportam capital através da modalidade do *Equity Crowdfunding*, com exceção dos vieses da ancoragem e da falácia do jogador - pois os investidores ainda não possuem meios de liquidez secundários e, em razão disso, acabam ancorados na posição até que um evento de liquidez surja, todos os demais vieses estão presentes.

Em relação ao viés da lacuna da simpática, esse viés é influenciado de maneira diversa nos investidores de plataforma. Esse viés surge com a simpatia e confiança que o investidor nutre com determinada plataforma de investimento.

Entre os demais vieses, o da confiança, otimismo e do enquadramento são os mais presentes, pois a maioria dos investidores em empresas incipientes e de base tecnológica – empresas emissoras mais assíduas dessa modalidade de *fundraising* – acreditam que estão investindo no próximo unicórnio³⁴ e se baseiam nas poucas informações que são apresentadas na plataforma e no mercado, mesmo que a realidade das empresas incipientes demonstre que a grande maioria dessas empresas sucumbem.

Compreende-se assim, que os vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão dos investidores do mercado de capitais tradicional também estão presentes no investidor das plataformas de investimento. E, em razão desses, cabe a CVM estruturar regras que auxiliem na sua mitigação.

3. A importância das instituições e a instrução 588 da CVM como forma de mitigar os vieses cognitivos do investidor.

A nova economia institucional defende que as organizações são relevantes para o mercado e que ajudam as ações coletivas, pois são redutoras de custos transacionais. O mercado, por ser mais sensível aos problemas derivados da assimetria de informações do que seriam as organizações, tende a ter maior controle desses custos, o que permite uma redução de custos associados às coordenações das ações dos agentes.³⁵ Percebe-se, portanto, que as instituições podem ser muito importantes, pois organizam as regras do jogo (autorregulação), estipulam restrições e normas que estruturam a interação social, economia e política, as quais ajudam a esti-

34 Startups unicórnio são as empresas de tecnologia privadas avaliadas em mais de um bilhão de dólares antes de abrir seu capital em bolsas de valores, ou seja, antes de realizar o IPO (Initial Public Offering).

35 ARROW, Kenneth J. *The Limits of Organization*. New York: Norton, 1974.

mular a confiança de terceiros, o que facilita o acontecimento das relações contratuais.³⁶

As instituições agem como garantidoras da confiança, criam políticas e regras paternalistas que auxiliam os agentes interessados no mercado, sendo que o seu objetivo é auxiliar e facilitar o desenvolvimento das transações.³⁷ No mercado de capitais, as instituições que detêm a confiança dos *players* são a CVM e a Bolsa de Valores – atualmente a B3. Essas são consideradas como intermediadoras, garantidores das operações, sendo essas as responsáveis por criar as regras cogentes do mercado de capitais.³⁸

E, no cenário das plataformas de investimentos, a regulação da CVM – 588/17 – demonstra a descentralização da confiança aos novos intermediários (plataformas), pois a confiança depositada ao mercado tradicional é repassada à nova intermediadora. O objetivo da autarquia é transferir a confiança que o mercado lhe concede às plataformas de *Equity Crowdfunding*.³⁹ *A partir da regulação,*⁴⁰ *os novos intermediários serão fiscalizados das empresas emissoras e fiscalizam as operações financeiras.*⁴¹

A instrução 588 da CVM comprova o interesse da autarquia em quebrar as barreiras tradicionais e custosas do mercado de capitais e,

36 NORTH, Douglas. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University, 2010.

37 ARROW, Kenneth J. *The Limits of Organization*. New York: Norton, 1974.

38 PIMENTA, Eduardo Goulart. Tecnologia disruptivas e relações jurídico-econômicas: Blockchain e o problema da confiança *In*: BARBOSA. Henrique, BOTREL Sérgio. *Novos temas de direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 506.

39 PITTA, André Grunspun. A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 427.

40 VIEIRA, Alberto, SCHECHTMANN, David e HANSZMANN, Felipe. As limitações do *crowdfunding* de investimentos no Brasil como forma de financiamento. *In*: BARBOSA. Henrique, BOTREL Sérgio. *Novos temas de direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 394.

41 PIMENTA, Eduardo Goulart, *Op. Cit.*, p. 499.

consequentemente, abrir espaço para novas modalidades, mais ágeis e menos custosas de financiamento coletivo.⁴² Contudo, o questionamento que se insurge é se as regras da instrução 588, da CVM são capazes de estruturar os vieses cognitivos que os investidores sofrem e se os atos paternalistas foram capazes de mitigar esses riscos. Lembra-se que os investidores são constantemente influenciados pela aversão à perda, falácia do jogador, confirmação, lacunas de empatia, autoconfiança excessiva, efeito de enquadramento e otimismo.

O ponto central da instrução é mitigar condutas que possam prejudicar o investidor e, por isso, estrutura regras diversas do mercado tradicional de capitais. Isto é, a CVM limita, expressamente, o valor que o investidor de varejo pode aportar nas operações financeiras das plataformas, sendo essa uma maneira de proteger o investidor de grandes perdas financeiras e de si mesmo.

O condicionamento do risco é um critério de segurança. Ao limitar as quantias que cada investidor do varejo pode aportar, a autarquia reduz a interferência dos vieses do otimismo e da confiança.⁴³ Em relação a essa limitação, a própria exposição de motivos revela que a intenção da CVM é de proteger o investidor de varejo ante ao elevado risco de insucesso do empreendedor, a falta de liquidez do valor mobiliário, a ausência de um prospecto completo e que tenha sido analisado pela comissão de valores mobiliários, permitindo exceções à regra para investidores qualificados.⁴⁴

42 Os autores Patrícia, Anderson e Flávia discorrem que a CVM já demonstrou em diversas oportunidades preocupação com o futuro das captações de recursos pelo mercado de capitais, principalmente pelos altos custos e dificuldade de acesso das pequenas e médias empresas. Isto é, os autores destacam que a autarquia demonstra preocupação em como as empresas de pequeno e médio porte se captaram recursos para financiar os seus investimentos de longo prazo (PELLINI, Patrícia Bolina; PEREIRA, Anderson Felipe Aedo; FERNANDES, Flávia Mouta. Passado, presente e futuro das listagens e ofertas da B3. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 17, n. 65, p. 59-79, abr./jun. 2020)

43 FINKELSTEIN, Maria Eugênia; MENDES, Max Magno Ferreira. *Equity crowdfunding* a serviço do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 91, ano 24, p. 101-128, jan./mar. 2021.

44 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de Audiência Pública SDM 06/16*. 2016.

Ao restringir o aporte excessivo de valores, a autarquia demonstra total conhecimento dos grandes riscos dessa nova modalidade de financiamento e dos vieses de otimismo e autoconfiança dos investidores, os quais estão ávidos por encontrar e fazer parte do próximo unicórnio. Contudo, mesmo que as chances de insucesso sejam elevadas e comprovadas - pois as estatísticas revelam que mais de 70% das empresas de inovação e tecnologia falham,⁴⁵ isso não afasta o viés de otimismo dos investidores, que acreditam nos seus investimentos e confiam nas suas decisões. Assim, a limitação se demonstra uma estratégia eficiente para defender os investidores de si.

E, é por essa razão, que o legislador, com clareza, limita a quantia que os investidores podem aportar anualmente nesses tipos de investimentos, o que faz com a intenção de estruturar os vieses que influenciam o investidor. Outro ponto interessante é que a regra é *opt out*,⁴⁶ ou seja, o investidor que demonstrar que é qualificado, pode investir quantias maiores, necessitando apenas comprovar isso.

Além disso, a regulamentação traz obrigações e responsabilidades às plataformas. Essas precisam atender a critérios objetivos de

Disponível em: www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html. Acesso em: 03 out. 2020.

45 A preocupação com a eficiência desse mercado é muito relevante, cabendo a regulação estruturar incentivos para que boas empresas fiquem nesse mercado. Caso contrário apenas empresas ruins buscarão essa modalidade de captação de recursos através dessa modalidade. A ausência de incentivos corretos pode transformar *o equity crowdfunding* em um “*market of lemons*” (TOMBOC, Gmeleen Faye B. The Lemons Problem in Crowdfunding. *John Marshall Journal of Information Technology and Privacy Law*, Chicago, v. 30, n. 2, p. 253-279, jan. 2013).

46 Instrução 588 da CVM - Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto no caso de investidor: I – líder, nos termos do art. 2º, VI; II – qualificado, nos termos de regulamentação específica que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; ou III – cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no caput pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário.

divulgação de informação e manter a simetria entre empresas investidas e investidores. Não cabe às plataformas recomendar investimentos ou induzir os investidores a tomar decisões, essas devem ser neutras e precisam divulgar o máximo de dados relevantes aos investidores. A obrigação da plataforma é reduzir assimetria,⁴⁷ deveres que auxiliam na fiscalização e protegem os investidores.

Em relação a divulgação de informações, o objetivo da instrução é o de proteger o investidor da assimetria informacional existente entre investidor e investida. Contudo, a prática de mercado e, principalmente os estudos de economia comportamental, revelam que a forma como as informações são apresentadas e quais informações são apresentadas podem interferir no comportamento dos agentes. Retornando a instrução, essa determina que sejam apresentados os balanços contábeis básicos, os produtos, os sócios, informações que não são passíveis de compreensão de todos, tornando a regra inócua à finalidade destinada.

Isto é, a instrução não indica qual é a ordem dessas informações e a maneira como precisam ser divulgadas, questão que poderia ter sido enfrentada pela CVM e que ajudaria a mitigar alguns vieses cognitivos dos investidores, como o viés do enquadramento (*framing*). Os estudos desse viés revelam que os investidores são influenciados pela maneira de disposição das informações, assim não basta informar, é preciso compreender e encontrar uma maneira para que os investidores não sejam influenciados.

Além das questões indicadas, a instrução 588 da CVM não discorre sobre outras regras que sejam passíveis de reduzir a influência dos vieses do investidor. Contudo, ressalta-se que essa é uma instrução nova, do ano de 2017, e que já está sendo revisada, visto o enorme sucesso que essa nova modalidade de captação.

A revisão da norma está centralizada em criar outras proteções ao investidor, as quais aumentam a segurança associada à titularida-

47 FINKELSTEIN, Maria Eugênia; MENDES, Max Magno Ferreira. *Op. Cit.*, p. 3.

de do valor mobiliário ofertado por meio da exigência de escrituração, incrementar a estrutura de governança das plataformas e aprimorar o regime informacional dos valores mobiliários ofertados e dos riscos a ele associados, questões que influenciam na redução de alguns vieses cognitivos, tais como o *framing*, otimismo e a autoconfiança.

E, seguindo a lógica de mudanças e evolução, a própria CVM compreende que esse novo mercado irá se adequar ao longo do seu crescimento e das novas ofertas, sendo o maior interesse atualmente o de garantir a existência dele, haja vista a sua grande importância. Além disso, a autorregulação se aprimorará com o tempo, o que se comprova com a história do mercado de capitais brasileiro, que demonstra que o desenvolvimento pujante só aconteceu no início do século XXI, quando surgiram novas regras societárias e de autorregulação (Novo Mercado).⁴⁸

Conclusão.

Levando em consideração todos os pontos trazidos no artigo, pode-se constatar que a nova modalidade de captação de recursos através das plataformas de *Equity Crowdfunding* confirma a preocupação da CVM de criar meios para que empresas de pequeno porte consigam financiar os seus investimentos de longo prazo. O seu objetivo é facilitar, agilizar e permitir que essas empresas consigam seguir os seus objetivos, bem como que o investidor de varejo esteja protegido.

A partir da instrução, a CVM mantém o objetivo primordial do mercado de capitais, que é de interligar as pessoas superavitárias daqueles que precisam de recursos. Somado a isso, a instrução ilustra

48 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

conhecimento em relação aos vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão dos investidores e, por isso, tenta mitigá-los. A proteção ocorre através da limitação da quantia dos valores a serem investidos e com a inclusão de regras de exceção pelo modelo de *opt out, as quais protegem o investidor de si*.

Por fim, sabe-se que essa nova modalidade é nova e que muitas discussões surgirão, as quais serão debatidas ao longo do tempo. Entretanto, a compreensão de que a autarquia revela conhecimento e preocupação com os vieses cognitivos dos investidores um ponto positivo para o desenvolvimento desse mercado como um todo.