

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

LEONARDO FREITAS DINIZ

Crowdfunding imobiliário no Brasil: as operações estruturadas, seus riscos e mecanismos de mitigação

São Paulo
2025

LEONARDO FREITAS DINIZ

Crowdfunding imobiliário no Brasil: as operações estruturadas, seus riscos e mecanismos de mitigação

Versão Corrigida

Dissertação apresentada à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para obtenção do título
de Mestre em Ciências

Área de Concentração: Inovação na Construção
Civil

Orientador: Prof^ª. Dr^ª. Eliane Monetti

São Paulo
2025

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Este exemplar foi revisado e corrigido em relação à versão original, sob responsabilidade única do autor e com a anuência de seu orientador.

São Paulo, _____ de _____ de _____

Assinatura do autor: _____

Assinatura do orientador: _____

Catálogo-na-publicação

Diniz, Leonardo Freitas.

Crowdfunding imobiliário no Brasil: as operações estruturadas, seus riscos e mecanismos de mitigação / L. F. Diniz -- versão corr. -- São Paulo, 2025. 104 p.

Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil.

1.Financiamento imobiliário 2.Mercado imobiliário 3.Crowdfunding
4.Análise de risco I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica.
Departamento de Engenharia de Construção Civil II.t.

Nome: DINIZ, Leonardo Freitas.

Título: Crowdfunding imobiliário no Brasil: as operações estruturadas, seus riscos e mecanismos de mitigação.

Dissertação apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em: 23/05/2025

Banca examinadora

Prof. Dra. Eliane Monetti
Instituição: Escola Politécnica da USP
Julgamento: Aprovado

Prof. Dr. Cesar Akira Yokomizo
Instituição: Externo
Julgamento: Aprovado

Prof. Dr. Paola Torneri Porto
Instituição: Escola politécnica da USP
Julgamento: Aprovado

Em memória de Pedro Alves Diniz, meu pai e minha maior inspiração.
Dedico esta vitória a ele, com todo o meu amor, carinho e saudades
eternas.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Prof.^a Dr.^a. Eliane Monetti, cuja dedicação transformou minha vida acadêmica e abriu portas para um futuro promissor.

Aos professores do Programa de Mestrado Profissional do CONSTRUINOVA, da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, por todo o conhecimento compartilhado e pelas orientações valiosas ao longo desta jornada.

E, em especial, à minha esposa e aos meus dois filhos queridos. Vocês são minha maior fonte de motivação e força, e seu amor e apoio incondicional me proporcionaram o ânimo e o discernimento necessários para completar esta pesquisa.

RESUMO

DINIZ, Leonardo Freitas. **Crowdfunding imobiliário no Brasil: as operações estruturadas, seus riscos e mecanismos de mitigação**. 2025. 104 p. (Mestrado em Ciências) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2025.

Este estudo analisa o crowdfunding imobiliário como uma modalidade inovadora de financiamento no Brasil, com foco em sua aplicação ao longo de todo o ciclo de um empreendimento imobiliário. O objetivo principal é identificar e compreender os mecanismos de mitigação de riscos utilizados nas operações estruturadas, avaliando como esses instrumentos contribuem para a segurança e eficiência do modelo. A pesquisa adota uma abordagem exploratória, baseada em revisão bibliográfica, análise documental e estudo de casos concretos. O trabalho contextualiza a evolução histórica do crowdfunding, com destaque para a regulamentação brasileira, que passou da Instrução CVM nº 588/2017 para a CVM nº 88/2022, permitindo maior flexibilidade e ampliando os limites de captação para empresas de pequeno porte. Além disso, são discutidos os desafios enfrentados pelas plataformas e os mecanismos implementados, como o patrimônio de afetação, garantias fiduciárias e o uso de contas vinculadas, que contribuem para a mitigação de riscos financeiros e operacionais. O estudo se aprofunda com a análise de um estudo de caso que avalia os resultados financeiros de campanhas de crowdfunding imobiliário, mesmo em cenários adversos, como atrasos e aumentos de custos relacionados aos riscos identificados ao longo dos levantamentos. Conclui-se que o crowdfunding imobiliário, embora ainda desempenhe um papel secundário em relação aos mecanismos tradicionais de financiamento, oferece uma alternativa viável, inclusiva e dinâmica para o setor. A modalidade apresenta potencial transformador ao combinar inovação tecnológica, regulamentação robusta e práticas eficazes de mitigação de riscos, contudo, avanços na governança e maior integração de ferramentas tecnológicas são necessários para consolidar o modelo como uma solução estratégica no mercado imobiliário brasileiro.

Palavras-chave: Financiamento imobiliário. Mercado imobiliário. Crowdfunding. Análise de risco.

ABSTRACT

DINIZ, Leonardo Freitas. **Real Estate Crowdfunding in Brazil: structured transactions, their risks, and mitigation mechanisms.** 2025. 104 p. (Mestrado em Ciências) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2025.

The present study analyzes real estate crowdfunding as an innovative financing model in Brazil, focusing on its application throughout the entire lifecycle of a real estate project. The primary objective is to identify and understand the risk mitigation mechanisms used in structured operations, assessing how these instruments contribute to the security and efficiency of the model. The research adopts an exploratory approach, based on a literature review, documentary analysis, and case studies. The work contextualizes the historical evolution of crowdfunding, highlighting Brazilian regulation, which transitioned from CVM Instruction n. 588/2017 to CVM n. 88/2022, allowing greater flexibility and increasing the fundraising limits for small companies. The challenges faced by platforms and the mechanisms implemented, such as the creation of separate assets, fiduciary guarantees, and the use of escrow accounts, are discussed, contributing to the mitigation of financial and operational risks. The research delves deeper with a case study analysis that evaluates the financial outcomes of real estate crowdfunding campaigns, even in adverse scenarios, such as delays and cost increases related to the risks identified throughout the research. It is concluded that while real estate crowdfunding still plays a secondary role compared to traditional financing mechanisms, it offers a viable, inclusive, and dynamic alternative for the sector. The modality has transformative potential by combining technological innovation, robust regulation, and effective risk mitigation practices. However, advances in governance and greater integration of technological tools are necessary to consolidate the model as a strategic solution in the Brazilian real estate market.

Keywords: Real estate financing. Real estate market. Crowdfunding. Risk analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – PIB Brasil	15
Figura 2 – Operação de crowdfunding imobiliário realizada pela CVM.....	29
Figura 3 – Operação de crowdfunding imobiliário realizada pelo BACEN	30
Figura 4 – Plataformas consultadas (ativas e inativas)	45
Figura 5 – Segmento de atuação das plataformas.....	46
Figura 6 – Plataformas com operações ativas no crowdfunding imobiliário – CVM vs Bacen	47
Figura 7 – Campanhas ativas e encerradas em crowdfunding imobiliário – out/23 a jan/24 ..	50
Figura 8 – Inflação dos índices apurados no período – INCC, IPCA e IVG-R	67
Figura 9 – Variações mensais dos índices – INCC, IPCA e IVG-R.....	70
Figura 10 – Velocidade sobre Oferta (VSO) por faixa de imóveis da cidade de São Paulo....	75
Figura 11 – Ciclo de implantação de um empreendimento imobiliário.....	80
Figura 12 – Exemplos de alternativas de funding via crowdfunding imobiliário	81
Figura 13 – Fluxo de caixa simulado nos Cenários Referenciais I e II	84
Figura 14 – Comparativo entre os cenários simulados	93

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Risco de captação insuficiente	65
Quadro 2 – Risco de reputação.....	66
Quadro 3 – Risco financeiro.....	67
Quadro 4 – Risco operacional	68
Quadro 5 – Risco regulatório e jurídico.....	69
Quadro 6 – Risco da dependência da plataforma	69
Quadro 7 – Comparativo entre inflações simuladas	71
Quadro 8 – Risco de Mercado	72
Quadro 9 – Risco de compliance	73
Quadro 10 – Áreas e informações sobre unidades.....	82
Quadro 11 – Dados do empreendimento.....	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Número de fintechs na construção civil no Brasil.....	16
Tabela 2 – Estatísticas anuais de crowdfunding.....	17
Tabela 3 – As principais mudanças ocorridas na Instrução CVM nº 88/2022.....	33
Tabela 4 – Garantias incorporadas nas operações de crowdfunding imobiliário.....	36
Tabela 5 – Definições sobre as operações das SEP.....	37
Tabela 6 – Veículos de garantias utilizados pela CVM e pelo BACEN.....	40
Tabela 7 – Legislações do crowdfunding imobiliário.....	42
Tabela 8 – Operações estruturadas para realização das campanhas.....	44
Tabela 9 – Plataformas com atuação no crowdfunding imobiliário.....	47
Tabela 10 – Campanhas do setor imobiliário.....	49
Tabela 11 – Campanhas do setor imobiliário – CVM vs BACEN.....	50
Tabela 12 – Média calculada x Limitações impostas pela Instrução CVM nº 88/2022.....	51
Tabela 13 – Arbitragens consideradas no fluxo.....	82
Tabela 14 – Resultados obtidos nos Cenários Referenciais I e II.....	84
Tabela 15 – Informações sobre crowdfunding imobiliário nos Cenários III e IV.....	88
Tabela 16 – Resultados obtidos nos Cenários Referenciais III e IV.....	88
Tabela 17 – Comparativo entre os Cenários I, II, III e IV.....	89
Tabela 18 – Riscos e simulações no modelo – Cenário V.....	92
Tabela 19 – Comparativo entre os Cenários III e V.....	92

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AC	Área Construída
AF	Agente Financeiro
AP	Área Privativa
BACEN	Banco Central do Brasil
CA	Coeficiente de Aproveitamento
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CCB	Cédulas de Créditos Bancários
CDBV	Certificados de Depósitos Bancários Vinculados
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CORR	Corretagem
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DLT	Distributed Ledger Technology
EPP	Empresas de Pequeno Porte
FIDC	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FII	Fundos de Investimentos Imobiliários
FINPRO	Financiamento a Produção
FINTECH	Financial Technology
FUNDURB	Fundo de Desenvolvimento Urbano
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IMP	Impostos
INCC	Índice Nacional da Construção Civil
IOSCO	Internacional Organization of Securities Comissions
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IVG-R	Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais
JOBS ACT	Jumpstart Our Business Start-ups Act
LARES	Latin American Real Estate Society
ME	Microempresas
OAV	Operações Ativas Vinculadas
OC 4/23	Ofício Circular 4 / 2023

PIB	Produto Interno Bruto
PPM	Publicidade, Propaganda e Marketing
P2P	Peer-to-peer
PIB	Produto Interno bruto
RECF	Real Estate Crowdfunding
SEADE	Sistema Estadual de Análise de Dados
SCD	Sociedade de Crédito Direto
SEP	Sociedade de Empréstimos entre Pessoas
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SPE	Sociedades de Propósitos Específicos
SSE	Superintendente de Securitização
TAT	Taxa de Atratividade
TR	Taxa Referencial
TR	Token de Recebíveis
TRF	Taxa Referencial
UNID	Unidades
VGv	Valor Geral de Venda
ZEU	Zona Eixo de Estruturação da Transformação Urbana

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	JUSTIFICATIVA	20
1.2	OBJETIVO	23
1.3	METODOLOGIA.....	23
2	O CROWDFUNDING IMOBILIÁRIO	25
2.1	REVISÃO DA LITERATURA.....	25
2.1.1	Definições e contextualizações	25
2.1.2	Categorias de crowdfunding.....	26
2.1.3	Destinação dos recursos captados	27
2.2	ARCABOUÇO LEGAL BRASILEIRO	31
2.2.1	Regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	31
2.2.2	Regulamentações pelo Banco Central do Brasil (BACEN)	37
2.2.2.1	Resolução nº 4.656/2018.....	37
2.2.2.2	Resolução nº 2921/2002.....	39
2.2.3	Comparativo entre as legislações	40
2.2.3.1	Modelo baseado na Instrução CVM	41
2.2.3.2	Modelo baseado nas operações de P2P.....	41
2.2.3.3	Modelo baseado na oferta por correspondente bancário.....	41
2.2.3.4	Resumo.....	42
2.3	DADOS HISTÓRICOS OBTIDOS NAS CAMPANHAS DE CROWDFUNDING IMOBILIÁRIO	44
2.3.1	Plataformas ativas.....	45
2.3.2	Plataformas do segmento imobiliário.....	46
2.3.3	Campanhas de crowdfunding imobiliário entre os períodos de 2023 e 2024. 49	
2.4	OS MECANISMOS DE MITIGAÇÃO DE RISCOS PARA OS INVESTIDORES IDENTIFICADOS NAS CAMPANHAS CONSULTADAS	51
2.4.1	Dados da primeira campanha	52
2.4.2	Dados da segunda campanha	52
2.4.3	Dados da terceira campanha	53
3	O RISCO OPERACIONAL E OS MECANISMOS UTILIZADOS NAS OPERAÇÕES ESTRUTURADAS	55
3.1	O RISCO DO INVESTIDOR.....	55

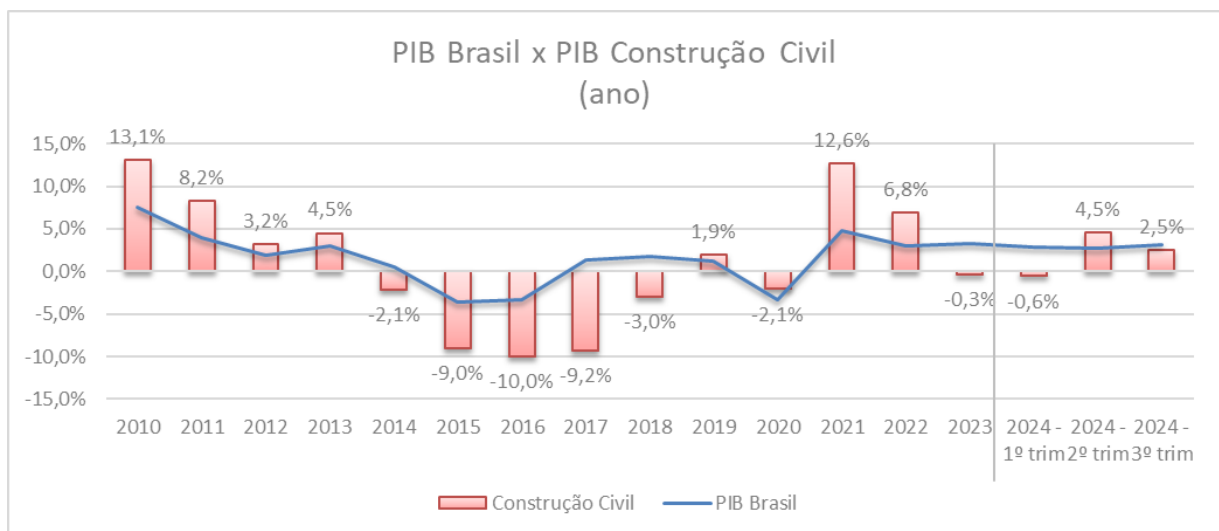
3.1.1	Garantias estruturadas.....	60
3.2	O RISCO DO EMPREENDEDOR	62
3.2.1	Identificação dos riscos.....	63
3.2.2	Análise dos riscos segundo frequência, impacto e controlabilidade	64
3.2.2.1	Risco de captação insuficiente	64
3.2.2.2	Risco de reputação	65
3.2.2.3	Risco financeiro.....	66
3.2.2.4	Risco operacional	67
3.2.2.5	Risco regulatório e jurídico.....	68
3.2.2.6	Risco de dependência da plataforma	69
3.2.2.7	Risco de mercado.....	70
3.2.2.8	Risco de compliance e transparência	72
4	O ESTUDO DE CASO	74
4.1	A ESTRUTURAÇÃO DOS DADOS PARA CONSTRUÇÃO DO MODELO SIMULADO.....	74
4.1.1	Áreas construída e privativa da edificação e faixa de preço do imóvel	76
4.1.2	Taxas referenciais consideradas.....	77
4.2	A EQUAÇÃO DE FUNDOS DE UM EMPREENDIMENTO RESIDENCIAL IMOBILIÁRIO DESTINADO À VENDA.....	78
4.3	O CASO	81
4.3.1	Resultados alcançados	84
4.3.2	Inclusão do crowdfunding imobiliário no modelo	86
4.3.3	Cenários de estresse	91
5	ANÁLISE GERAL DO AUTOR.....	94
6	CONCLUSÃO.....	96
7	PRÓXIMOS PASSOS NA EVOLUÇÃO ACADÊMICA.....	99
	REFERÊNCIAS.....	100

1 INTRODUÇÃO

A crise econômica de 2015 teve impactos profundos no Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, afetando de forma negativa os resultados da construção civil, que sofreu com a escassez de investimentos, a retração em diversos setores e a crescente desconfiança na economia. As instituições financeiras, temendo inadimplências semelhantes às da crise americana de 2008 adotaram uma postura conservadora, restringindo a oferta de crédito e dificultando o acesso a recursos (Faustino; Royer, 2022), especialmente para pequenas e médias empresas.

A Figura 1 apresenta uma comparação entre o PIB nacional e o da construção civil, demonstrando a grande volatilidade do setor imobiliário e o elevado risco do segmento.

Figura 1 – PIB Brasil



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2025)

A redução na disponibilidade de crédito no setor imobiliário causou um efeito paralisante na construção civil. Grandes instituições financeiras passaram a priorizar empresas mais robustas e com melhores condições de pagamento de dívidas, restringindo ainda mais o acesso ao crédito para desenvolvedores de menor porte. Essa atitude conservadora, marcada por exigências rigorosas e uma avaliação de risco mais restritiva, resultou em um endurecimento das condições de financiamento, retardando o desenvolvimento de novos projetos imobiliários.

A complexidade das operações de crédito agravou ainda mais o crescimento econômico, e a restrição de crédito e a instabilidade econômica forçaram muitos empreendedores a buscarem alternativas de sustento. Esse movimento de adaptação e resiliência, muitas vezes

impulsionado por soluções de financiamento alternativas como o crowdfunding, permitiu que pequenas empresas preenchessem as lacunas deixadas pelas grandes instituições financeiras, promovendo um dinamismo econômico e um desenvolvimento não observado anteriormente.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (BRASIL, 2017), as fintechs¹, por exemplo, encontraram soluções nas plataformas eletrônicas, como o crowdfunding² de investimento, para a realização de captações de recursos por meio de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A Tabela 1, a seguir, exemplifica o surgimento e crescimento de fintechs nos anos de 2017 a 2024.

Tabela 1 – Número de fintechs na construção civil no Brasil

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
250	350	567	703	809	965	1058	1209

Fonte: Terracota (2024)

O crowdfunding ofereceu aos empreendedores acesso a financiamento de longo prazo em condições menos burocráticas do que aquelas disponibilizadas pelo setor financeiro, permitindo a diversificação do portfólio dos investidores.

Normalmente, os bancos adotavam uma postura mais cautelosa para empréstimos de longo prazo, enquanto a facilidade de funding⁴, proporcionada pelo crowdfunding, permitia que empresas, principalmente aquelas em fases iniciais e com pouco tempo de vida, participassem de um ambiente colaborativo e com grande potencial para servir a uma parcela importante do setor imobiliário.

Esse cenário impulsionou o crescimento de startups⁵ no setor de real estate, também bastante favorecido pela expansão da internet e pelo surgimento das proptechs⁶, organizações

¹ O termo em inglês financial technology, ou simplesmente fintechs, é fruto do surgimento de empresas do mercado financeiro com elevado grau de investimentos em tecnologia.

² O termo em inglês crowdfunding compreende o financiamento realizado por meio da colaboração entre pessoas e/ou empresas.

⁴ Funding é a captação de recursos.

⁵ Uma startup é uma empresa em forte crescimento, de base tecnológica, que possui um modelo de negócios inovador e escalável.

⁶ PropTech é uma empresa que usa tecnologia para otimizar e facilitar processos do setor imobiliário.

que atuavam como facilitadoras em negociações imobiliárias (Baum; Braesemann; Saull, 2020).

As fintechs iniciaram um processo de amadurecimento nas operações de crowdfunding, passando de simples "vaquinhas online" para operações estruturadas, utilizando mecanismos complexos que proporcionavam maior segurança, rendimento e desenvolvimento para o setor de real estate. O crowdfunding, então, se tornou uma alternativa viável para a captação de recursos, oferecendo retorno financeiro nos empréstimos virtuais e promovendo um modelo de negócios colaborativo entre pessoas e empresas.

Nos Estados Unidos, por exemplo, o Real Estate Crowdfunding⁷ (RECF) superou US\$ 3,5 bilhões logo nos primeiros anos de sua regulamentação (Baum; Braesemann; Saull, 2020).

As operações brasileiras tiveram início no ano de 2014 e foram reguladas em 2017, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), após a publicação da Instrução CVM nº 588 (Brasil, 2017). Essa regulamentação impulsionou o crescimento das operações, tornando o ambiente do crowdfunding cada vez mais seguro tanto para os investidores quanto para os empreendedores.

Na sequência, a Tabela apresenta informações que demonstram a evolução das operações de crowdfunding a partir de 2016.

Tabela 2 – Estatísticas anuais de crowdfunding

Item	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nº plataformas	4	5	14	26	32	54	57	72	82
Ofertas lançadas	98	55	56	86	96	76	119	110	307
Valores (em R\$ bi)	-	-	-	0,10	0,14	0,13	0,24	0,22	1,00

Fonte: CVM (2025a)

Desde o seu início, em meados de 2014, as operações de crowdfunding imobiliário têm se estruturado para atender a demandas cada vez mais inovadoras. A evolução dos valores arrecadados, bem como o número de plataformas, tem aumentado constantemente e a necessidade de estruturação das operações se faz cada vez mais presente nesse cenário. Tal condição, por sua vez, tem elevado os aspectos de garantia para atrair investidores e proporcionar maior segurança nas operações oferecidas.

Os mecanismos implantados para proteger investidores, operações e empreendedores estão se tornando mais robustos, fazendo do crowdfunding um veículo de investimento

⁷ Real Estate Crowdfunding (RECF) é traduzido por crowdfunding imobiliário.

importante para o setor imobiliário, e as plataformas de investimentos têm destinado cada vez mais recursos para proporcionar maior segurança aos participantes da operação.

Apesar de um papel ainda secundário em comparação aos principais mecanismos de financiamento imobiliário oferecidos no setor da construção civil, o crowdfunding imobiliário destaca-se como uma alternativa de diversificação e de funding.

Prova disso é que 2024 foi um ano especialmente importante para a modalidade no Brasil, que evoluiu e se destacou em comparação com os anos anteriores. Os valores atingidos em 2024 “[...] superaram a marca de R\$ 1 bilhão emitidos pela primeira vez desde a criação do produto, valor cinco vezes maior que o total de emissões dos últimos cinco anos desta modalidade” (Brasil, 2025b).

As soluções oferecidas pelas plataformas preencheram lacunas importantes deixadas por grandes instituições financeiras, especialmente para pequenos empreendedores que buscam fontes de recursos para financiamento de seus projetos imobiliários.

Esse movimento, além de impulsionar o crescimento de pequenas empresas, também proporcionou benefícios relevantes ao setor econômico. O ambiente colaborativo e as novas possibilidades de investimento trazidas pelo crowdfunding imobiliário demonstraram seu potencial de transformar e promover um desenvolvimento econômico mais inclusivo e dinâmico.

Para o investidor, as operações atuais contam com mecanismos sofisticados de proteção a riscos operacionais, tanto para aprovar a divulgação das campanhas de investimentos, quanto para classificar e qualificar as empresas que buscam recursos por meio de campanhas.

O empreendedor faz uso do crowdfunding imobiliário e assume compromissos financeiros que devem ser respeitados ao longo de todo período acordado nos contratos. Esses compromissos carregam consigo riscos financeiros que, do ponto de vista do empreendedor, devem ser considerados antecipadamente na concepção do projeto, evitando imprevistos financeiros que, dependendo do impacto, podem gerar prejuízos irreversíveis.

Isto posto, esta dissertação discute os riscos associados às operações de crowdfunding imobiliário, com o objetivo de identificar e avaliar seus impactos financeiros, bem como discutir as medidas que os empreendedores podem adotar para mitigá-los.

Ao analisar os modelos existentes do crowdfunding imobiliário no Brasil, identificam-se duas configurações principais: a primeira envolve ofertas de investimento baseadas nas

instruções da CVM, enquanto a segunda é responsável por emitir ao investidor um título de investimento do próprio Banco Central, por meio plataforma eletrônica de investimento que atua como correspondente bancário de uma instituição financeira;

Tais modalidades trazem como destaque:

- Modelo de oferta baseado na instrução da CVM

Este modelo está relacionado ao equity crowdfunding ou crowdfunding de dívida, regidos pela instrução da CVM, que estabelece regras para a captação de recursos para empresas de pequeno porte (EPP).

As empresas utilizam plataformas digitais para captar recursos de investidores interessados no desenvolvimento de projetos imobiliários, oferecendo-lhes remuneração. O retorno aos investidores pode ocorrer por meio de participação nos lucros (equity) ou pagamento de juros (dívida), dependendo da estrutura do investimento, sendo este o modelo de dívida o mais comum no Brasil.

- Modelo de oferta por correspondente bancário

Fundamentado na Resolução BACEN nº 2.921, de 17 de janeiro de 2002 (Brasil, 2002), o modelo é estruturado como uma operação financeira tradicional, adaptada para o ambiente de crowdfunding, e se desenvolve por meio de operações ativas vinculadas (OAV), em conjunto com uma instituição financeira parceira.

Aqui, a plataforma de crowdfunding atua como correspondente bancário de uma instituição financeira e intermedia a operação, mas quem formaliza o empréstimo é o banco (Porto, 2019). Ou seja, o investidor não investe diretamente no projeto imobiliário, mas em um título de investimento emitido pelo banco; o empréstimo concedido ao tomador fica vinculado aos depósitos bancários e é formalizado por meio de uma OAV.

As transações evoluíram significativamente desde as primeiras operações, realizadas em 2017, tornando-se cada vez mais complexas e sofisticadas. Atualmente, sua estruturação incorpora ferramentas robustas de mitigação de risco, garantindo maior segurança e confiabilidade para investidores e participantes.

Esses mecanismos incluem:

- a) o aval pessoal, que é a garantia fornecida pelo indivíduo responsável pela dívida;

- b) a cessão fiduciária de direitos creditórios, isto é, a transferência de direitos de recebíveis a um credor como forma de garantia;
- c) a alienação fiduciária de quotas, que envolve a transferência da propriedade de quotas de uma empresa até que a dívida seja quitada;
- d) a hipoteca, que é a garantia real sobre um imóvel; e
- e) as garantias fornecidas por pessoas físicas e jurídicas, que asseguram o cumprimento das obrigações financeiras.

1.1 JUSTIFICATIVA

A relevância do tema, atrelada à evolução das operações de crowdfunding no cenário imobiliário, possibilita a realização de uma pesquisa acadêmica sobre os mecanismos de proteção utilizados atualmente. Este estudo é, portanto, essencial para compreender a evolução dos modelos de financiamento, desde estruturas mais simples até configurações sofisticadas nas campanhas publicadas.

Ademais, a identificação das melhorias introduzidas ao longo do tempo e a compreensão de como essas mudanças impactaram os modelos no ambiente imobiliário ampliam a discussão acadêmica.

Inicialmente, as operações de crowdfunding imobiliário eram baseadas em acordos simples, com garantias limitadas e pouca normatização. Nesse período, a confiança no empreendedor era o principal elemento de segurança para os investidores, evidenciando a necessidade de um arcabouço regulatório mais robusto.

Nesse contexto surgiu a Instrução CVM nº 588/2017, oferecendo uma estrutura normativa que trouxe diretrizes como limites de captação, critérios para investidores e exigências de transparência, pois estabeleceu um marco inicial para a proteção dos participantes dessas operações.

A Resolução CVM nº 88/2022 representou um avanço significativo ao atualizar os limites de captação para até R\$ 15 milhões anuais. Essa ampliação possibilitou o financiamento de projetos imobiliários mais complexos, preservando, ao mesmo tempo, mecanismos de proteção aos investidores. Além disso, a possibilidade de um lote adicional de até 25% no valor captado demonstrou a flexibilidade regulatória para atender projetos maiores, sem comprometer a governança.

As recentes atualizações da CVM, publicadas no Ofício Circular nº 4, de 2023, ampliaram as expectativas do setor imobiliário, proporcionando operações de tokenizações e de securitização para ofertas de valores alinhados às regras da Resolução CVM nº 88/2022, ou seja, de até R\$ 15 milhões.

A atualização da instrução de 2022 trouxe maior confiança ao mercado, fortalecendo a segurança das operações, especialmente no que se refere à conformidade com os padrões de segurança cibernética proporcionados pela rede Distributed Ledger Technology (DLT). Outrossim, a natureza da Sociedade de Propósito Específico (SPE), criada sob regime fiduciário e estruturada com patrimônio segregado e destinado a projetos específicos, permite o enquadramento das operações na Resolução CVM nº 88/2022.

O regime de patrimônio de afetação, consolidado pela Lei nº 10.931/2004, garante que os recursos aplicados sejam utilizados exclusivamente para a execução dos projetos imobiliários desenvolvidos, protegendo as operações e fortalecendo a percepção de segurança dos investidores (Brasil, 2004).

Com o passar do tempo foram incorporadas garantias adicionais, como aval pessoal, cessão fiduciária de direitos creditórios, alienação fiduciária de quotas e hipoteca. Tais medidas oferecem maior segurança jurídica e financeira, e desempenham um papel fundamental na mitigação de riscos.

As mudanças regulatórias, portanto, ressaltaram a necessidade de maior transparência nas operações. A exigência de relatórios regulares sobre o uso dos recursos e o andamento dos projetos reduziu assimetrias de informação, promovendo maior previsibilidade e segurança para os investidores.

Essa evolução gerou impactos significativos na governança das operações de crowdfunding imobiliário, alinhando-se a práticas globais de incentivo à adoção de modelos mais eficientes e sustentáveis, capazes de proporcionar maior segurança às operações.

A possibilidade de plataformas de crowdfunding atuarem como securitizadoras surgiu como uma inovação no mercado, reduzindo os custos operacionais e simplificando o processo de emissão de títulos. Os mecanismos de proteção também evoluíram, favorecendo melhores opções de garantias à operação.

Isto posto, além de avaliar as conquistas alcançadas, essa análise permite a identificação de áreas que ainda demandam melhorias, fortalecendo o papel do crowdfunding imobiliário como ferramenta de financiamento no real estate.

Considerando o crescimento da modalidade de financiamento alternativo nos últimos anos, torna-se fundamental compreender os fatores que contribuíram para sua consolidação no mercado imobiliário brasileiro, analisar as práticas de mitigação de riscos que fortaleceram a segurança das operações e, ao final desta pesquisa, avaliar o risco financeiro assumido pelo empreendedor.

Os modelos de financiamento coletivo, regulamentados no país pela CVM e pelo Banco Central do Brasil (BACEN), oferecem uma estrutura acessível, mas ainda em evolução no que se refere às práticas utilizadas para mitigação de riscos.

Apesar dos avanços regulamentares e da introdução de mecanismos de proteção, como o patrimônio de afetação e a cessão fiduciária de direitos creditórios, a literatura acadêmica ainda apresenta lacunas no estudo detalhado desses instrumentos.

Embora os mecanismos tenham evoluído significativamente, como demonstram os avanços nas práticas de governança e nos arcabouços regulatórios, é preciso avaliar o impacto desses instrumentos no contexto das operações estruturadas de crowdfunding imobiliário.

A utilização de ferramentas como garantias fiduciárias, avais de pessoas físicas e jurídicas, além de securitização, representa uma sofisticação que requer uma análise aprofundada para compreender se, de fato, tais práticas atendem à finalidade de proteção não somente dos investidores, mas principalmente dos empreendedores.

Ademais, a interação entre esses instrumentos e a percepção de risco do empreendedor permanece pouco explorada na literatura e evidencia a necessidade de um estudo detalhado para investigar a sua eficácia, por meio de cenários reais de mercado.

Estudar os riscos associados ao crowdfunding imobiliário e os mecanismos disponíveis para mitigá-los, além de ampliar o conhecimento acadêmico sobre o tema, oferece informações para aprimorar as operações em si.

Isto posto, uma investigação sistemática sobre os riscos e as práticas de mitigação adotadas no crowdfunding imobiliário se apresenta como um campo promissor e relevante para o avanço do conhecimento acadêmico e prático no setor.

1.2 OBJETIVO

A partir das configurações identificadas do crowdfunding imobiliário, busca-se analisar a evolução das operações no Brasil, com foco nos riscos assumidos pelos empreendedores, e avaliar os impactos dos riscos operacionais na viabilidade financeira de um empreendimento imobiliário.

1.3 METODOLOGIA

Para alcançar o objetivo proposto, este estudo investiga as diferentes fases de desenvolvimento da modalidade no país, desde as primeiras operações até as campanhas mais atuais que vêm sendo realizadas por plataformas especializadas e incorporadores imobiliários. Tal investigação avalia as estratégias adotadas pelas plataformas, com o intuito de proteger e mitigar os riscos associados a essas operações.

A pesquisa adota uma abordagem exploratória, fundamentada na revisão bibliográfica, na análise documental científica e na avaliação da legislação brasileira relacionada à operação de crowdfunding imobiliário, a partir do levantamento e consulta de casos concretos.

O ponto de partida é a revisão bibliográfica, que busca compreender como a literatura acadêmica aborda o tema em questão e reconhece suas características e peculiaridades. A pesquisa bibliográfica foi conduzida com o uso das palavras-chave “crowdfunding” e “real estate” nas principais bases de dados acadêmicas, como Web of Science, Scopus e os Periódicos da CAPES. Esse levantamento possibilitou o mapeamento dos principais estudos e autores que discutem o tema, com destaque para Baum, Braesemann e Saull (2020), que exploram as iniciativas das proptechs e o uso da tecnologia no mercado imobiliário; Maarbani (2015), que analisa a evolução digital e o crowdfunding como alternativa de financiamento no setor; e Teruel (2019), que contextualiza a evolução da modalidade no período pós-crise de 2008, destacando sua transformação – de uma iniciativa colaborativa para uma oportunidade de investimento com retorno financeiro.

Amparada por essa revisão, a pesquisa também se volta para a análise da legislação brasileira relacionada ao tema. O objetivo é compreender como a operação se estruturou ao longo do tempo, em consonância com os critérios e diretrizes estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Banco Central do Brasil (BACEN).

A análise legislativa incluiu o estudo de normas fundamentais, como a Instrução CVM nº 588/2017, pioneira na regulamentação das plataformas de investimento coletivo, e a Resolução CVM nº 88/2022, que trouxe atualizações importantes para o modelo (Brasil, 2017, 2022). Complementarmente foram analisadas as Resoluções nºs 2.921 e 4.656, ambas do BACEN, e o Ofício Circular nº 4/2023, da CVM, que trouxe alterações na modalidade, possibilitando o uso de mecanismos mais sofisticados de proteção tanto das operações e investidores quanto aos empreendedores (Brasil, 2002, 2018, 2023).

A pesquisa teve caráter multidisciplinar e incluiu a análise de artigos acadêmicos, documentos técnicos e não acadêmicos, livros, relatórios técnicos, leis e normas, bem como informações disponíveis em websites relevantes. Adicionalmente, relatórios técnicos publicados por instituições reconhecidas, como a Fundação Getúlio Vargas (FGV) e o Latin American Real Estate Society (LARES), foram utilizados para contextualizar a regulamentação vigente e ampliar a compreensão sobre o tema e suas condições atuais. Essa análise documental complementou o estudo acadêmico e forneceu dados históricos e regulatórios para embasar a discussão.

A partir desse ponto, o foco deste estudo volta-se para o uso do crowdfunding imobiliário, simulando a decisão do empreendedor em um caso específico de desenvolvimento de um projeto imobiliário destinado à venda. O objetivo é simular a arrecadação de recursos necessários para sustentar o desenvolvimento do empreendimento.

A simulação avalia a qualidade do investimento sob a perspectiva do empreendedor e analisa o impacto nos resultados gerados por meio de simulações em cenários referenciais e estressados, que representam situações adversas relacionadas aos riscos operacionais identificados durante o estudo. Tais representações ilustram como as decisões do empreendedor, ao utilizar o crowdfunding imobiliário, são influenciadas pelos resultados verificados.

A análise desenvolvida pelo autor é apresentada no capítulo final desta pesquisa, sintetizando as informações coletadas. Por fim, a conclusão busca consolidar o entendimento das operações de crowdfunding imobiliário no Brasil, identificando os riscos financeiros estudados e analisando os resultados do estudo de caso, e apresenta sugestões para o avanço acadêmico sobre o tema.

2 O CROWDFUNDING IMOBILIÁRIO

Neste capítulo são apresentadas as principais referências bibliográficas sobre crowdfunding imobiliário, contextualizando e fortalecendo a discussão sobre o tema. A análise está organizada a partir das seguintes dimensões:

- a) avaliação teórica: baseada em publicações acadêmicas e científicas relevantes;
- b) avaliação prática: direcionada pelo arcabouço legal brasileiro e pelas variações operacionais do crowdfunding imobiliário.

2.1 REVISÃO DA LITERATURA

2.1.1 Definições e contextualizações

Segundo Maarbani (2015), o Real Estate Crowdfunding (RECF) é uma forma de oferta de ativos ou empreendimentos imobiliários realizada por meio de plataformas eletrônicas, na qual a tecnologia desempenha papel primordial, pois viabiliza as operações exclusivamente online.

Montgomery, Squires e Syed (2018), por sua vez, classificam o crowdfunding imobiliário como um processo disruptivo responsável por realizar ofertas de novos serviços, por viabilizar um novo nicho de consumidores e por utilizar, de forma intensiva, a tecnologia em sua operação.

A análise dos pesquisadores enfatiza como o crowdfunding imobiliário, valendo-se de características inovadoras e processos eficientes, reconfigurou as dinâmicas econômicas estabelecidas e se adaptou às necessidades emergentes do mercado.

Baum, Braesemann e Saull (2020) destacam as proptechs como agentes de transformação digital no setor imobiliário, dividindo-as em três categorias:

- a) The Share Economy (economia compartilhada), por ser capaz de promover o uso de espaços imobiliários em um meio colaborativo;
- b) Smart Buildings (edifícios inteligentes), por otimizarem as operações por meio de um sistema de gestão inteligente e tecnológico;

- c) Real Estate Fintechs (fintechs⁸ imobiliárias), que realizam operações com maior agilidade e liquidez, e onde se enquadram as plataformas de crowdfunding.

De acordo com Belleflamme, Lampert e Schwienbacher (2012), financiamento coletivo é uma oferta pública para captação de recursos em troca de doações, recompensas ou participações financeiras.

Com relação aos elementos estruturais nas operações, Teruel (2019) cita o empreendedor, o investidor e a plataforma eletrônica:

- a) empreendedor: é o proponente do projeto, aquele que oferece retornos financeiros para atrair investidores, a fim de desenvolver seu produto/empreendimento;
- b) investidor: adquire ofertas com base nas suas preferências individuais, investindo nas operações de crowdfunding imobiliário;
- c) plataforma eletrônica: garante transparência e agilidade nas transações, intermediando as operações e conectando os investidores aos empreendedores a partir de suas ofertas públicas de investimentos.

2.1.2 Categorias de crowdfunding

Kirby e Worner (2014) e Schweizer e Zhou (2016) classificam o crowdfunding em quatro categorias principais:

- Donation crowdfunding (Crowdfunding por doação): neste modelo, os recursos são doados para o desenvolvimento de um projeto sem qualquer expectativa de retorno financeiro aos doadores;
- Reward crowdfunding (Crowdfunding por recompensa): oferece recompensas aos apoiadores caso o projeto alcance os objetivos propostos, que podem ser um produto, serviço ou experiência relacionada ao projeto financiado;
- Debt crowdfunding (Crowdfunding por empréstimos): modalidade em que os investidores realizam empréstimos para os proponentes do projeto, esperando o retorno do capital acrescido de juros e taxas previamente acordadas;

⁸ Startups ou empresas de tecnologia financeira (fintechs) que operam especificamente no setor imobiliário, utilizando tecnologia para facilitar a compra, venda, financiamento e gestão de imóveis.

- Equity crowdfunding (Crowdfunding de dívida): os investidores tornam-se sócios, adquirindo participação societária e o retorno financeiro está vinculado à performance do projeto; apesar do risco, o retorno potencial pode ser bastante atrativo para os investidores.

No Brasil, o crowdfunding imobiliário se popularizou pelas operações de debt crowdfunding, na qual os investidores financiam projetos em troca de juros e taxas. Isto é, no crowdfunding imobiliário, especialmente em operações estruturadas e vinculadas a empresas criadas com propósitos específicos, como por exemplo, as SPE, os investidores não adquirem participação acionária, mas investem em ativos e recebem retornos financeiros; dessa forma, as campanhas estão intimamente ligadas à modalidade de debt crowdfunding, estruturando uma relação de dívida entre o empreendedor e o investidor.

O equity crowdfunding, por sua vez, é direcionado para as operações de financiamento de startups, principalmente aquelas em fase inicial, que necessitam de recursos externos para se desenvolverem. Neste modelo, os investidores obtêm participação nas empresas escolhidas e compartilham tanto os riscos quanto o sucesso do negócio.

2.1.3 Destinação dos recursos captados

O investidor realiza suas aplicações a partir da escolha de campanhas de crowdfunding divulgadas nas diversas plataformas eletrônicas de investimentos, cujos valores são relativamente pequenos, sendo que a maioria das plataformas brasileiras permite aplicações iniciais de valores acessíveis e por cota, ou seja, o investidor participa das campanhas e diversifica seus investimentos com certa facilidade.

De acordo com a pesquisa de Teruel (2019), a operação do crowdfunding imobiliário possui, além da plataforma eletrônica de investimento e do investidor, um terceiro elemento em sua estrutura: o empreendedor, que é aquele que aceita captar os recursos por meio de campanhas online.

O empreendedor deve decidir previamente como distribuir os recursos a serem captados e validar todos os elementos necessários para iniciar suas campanhas nas plataformas eletrônicas de investimentos. Os processos de avaliação e validação ocorrem em conformidade com os critérios de cada plataforma e, uma vez aprovados, os recursos devem ser alocados conforme fluxo previamente acordado, garantindo maior segurança e confiabilidade à operação.

Embora exista um modelo estruturado que vincule a aplicação dos recursos aos termos estabelecidos nos contratos, o crowdfunding continua sendo uma alternativa vantajosa para o empreendedor, pois permite a captação de fundos para uma ampla variedade de custos, incluindo aqueles que, muitas vezes, não seriam aprovados em operações de funding convencionais, como a aquisição de terrenos, o desenvolvimento de infraestrutura, a construção, o marketing e outras despesas operacionais.

Essa flexibilidade financeira é particularmente importante em um ambiente de negócios dinâmico e incerto, no qual as circunstâncias podem mudar rapidamente, e tal adaptação é um diferencial competitivo e fundamental ao modelo. Além disso, o crowdfunding imobiliário possibilita a diversificação de riscos tanto para empreendedores quanto para investidores.

Para os empreendedores, a dispersão do financiamento entre muitos investidores reduz a dependência de uma fonte única de capital, o que pode ser especialmente benéfico em tempos de restrição de crédito ou volatilidade econômica. Quanto aos investidores, seu engajamento no projeto pode representar um importante diferencial, pois além de participarem das campanhas, muitos atuam ativamente na sua promoção, contribuindo para a divulgação e ampliação do interesse. Esse engajamento também fornece um feedback valioso aos empreendedores, permitindo ajustes que alinhem o projeto às expectativas e necessidades dos potenciais compradores.

Knebel (2015) contextualiza que o crowdfunding imobiliário pode ser utilizado nos mais diferentes estágios do desenvolvimento de um projeto e a decisão de apropriação dos recursos fica a cargo do empreendedor, que deve submeter suas análises à aprovação prévia das plataformas. Por sua vez, Cohen (2016) discorre que as operações são realizadas especialmente em projetos de fase inicial, buscando financiar recursos para gastos de menor volume e exposição de caixa.

Independentemente do momento em que o projeto se encontra, a decisão para destinação dos recursos será sempre a mesma e estará alinhada à decisão do empreendedor, cabendo somente a ele decidir pelos menores riscos e melhores opções do momento.

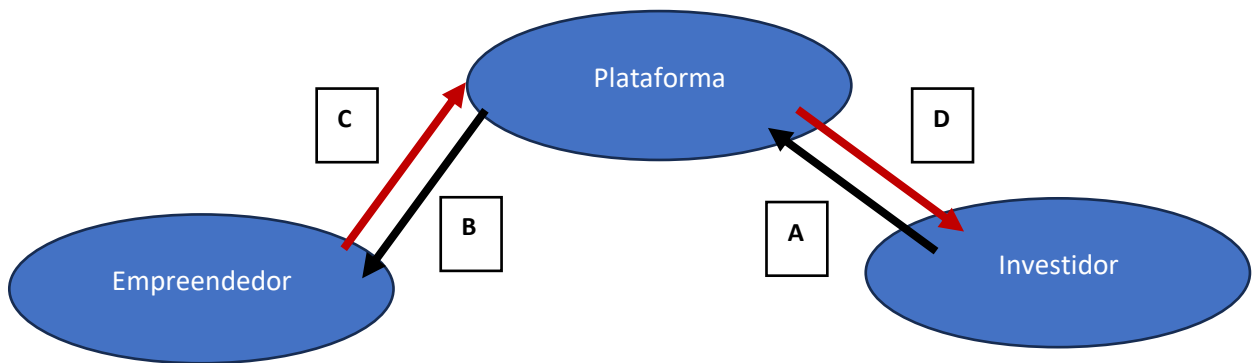
Como visto na introdução desta dissertação, de modo geral, a expansão do crowdfunding ocorreu alinhada às facilidades de aprovação de crédito para os empreendedores, que precisavam de recursos e não eram aceitos pelas grandes instituições financeiras. Aqueles que não dispunham de aprovações de crédito se valiam dessa fonte como alternativa de funding e de desenvolvimento dos seus projetos.

O Capítulo 4, mais à frente, apresenta uma importante análise sobre o potencial de contribuição do crowdfunding imobiliário, possibilitando o entendimento sobre como as variações na equação de fundos agregam valor ao modelo estudado.

O empreendedor deve avaliar e solicitar a aprovação prévia das operações às plataformas que, por sua vez, se responsabilizam somente por viabilizar a melhor estrutura legal, divulgar as campanhas e garantir a fiscalização e a transparência nas operações, que podem ocorrer em diferentes estruturas legais disponíveis no Brasil.

A seguir, as Figuras 2 e 3 demonstram as interações entre os stakeholders organizando as movimentações financeiras entre cada elemento das operações de crowdfunding, seja pela CVM ou pelo BACEN.

Figura 2 – Operação de crowdfunding imobiliário realizada pela CVM



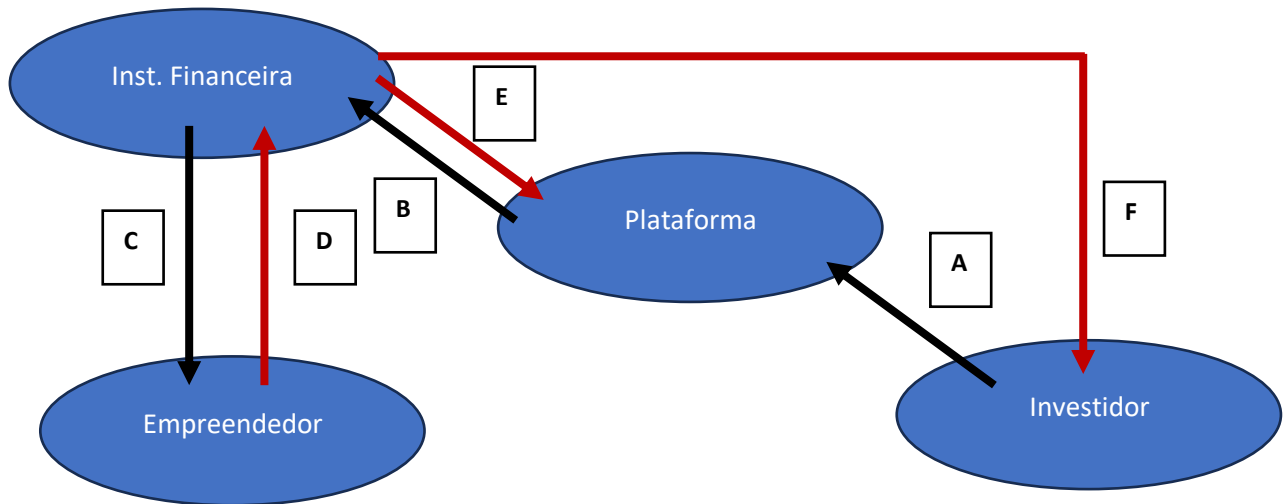
Fonte: O autor (2025)

A operação realizada via CVM apresenta apenas três elementos, quais sejam, a plataforma, o investidor e o empreendedor. Quanto às movimentações financeiras, estas são denominadas por:

- Etapa A: o investidor adquire quotas acordadas na campanha e realiza o depósito em conta da plataforma, que se torna a detentora dos recursos e realiza o repasse ao empreendedor;
- Etapa B: a plataforma transfere os recursos arrecadados ao empreendedor;
- Etapa C: o empreendedor efetua a devolução dos recursos somados aos juros ou taxas previamente acordados; os pagamentos podem ocorrer em fluxos mensais ou em única parcela, no término do contrato firmado entre as partes;

- Etapa D: a plataforma devolve os recursos aos investidores, acrescidos das taxas combinadas em contrato, e retém os valores relativos à sua remuneração pela atuação como intermediadora.

Figura 3 – Operação de crowdfunding imobiliário realizada pelo BACEN



Fonte: O autor (2025)

A operação realizada via Banco Central apresenta quatro elementos, que são a plataforma, o investidor, o empreendedor e a instituição financeira. As movimentações financeiras são denominadas por:

- Etapa A: o investidor adquire quotas acordadas na campanha e realiza o depósito em conta da plataforma, que se torna a detentora dos recursos e efetua o repasse ao empreendedor;
- Etapa B: a plataforma atua como intermediadora da operação, mas os recursos são repassados diretamente ao banco;
- Etapa C: a instituição financeira transfere o recurso para o empreendedor;
- Etapa D: o empreendedor devolve os recursos, acrescidos de juros ou taxas previamente acordados; os pagamentos podem ocorrer em fluxos mensais ou em única parcela, no término do contrato firmado entre as partes;
- Etapa E: a plataforma recebe sua remuneração;
- Etapa F: a instituição financeira transfere os recursos aplicados pelos investidores, acrescidos de juros e taxas previamente contratados.

2.2 ARCABOUÇO LEGAL BRASILEIRO

Esta seção aborda a regulamentação das operações de crowdfunding imobiliário por meio de resoluções e instruções vigentes no Brasil, e esclarece os mecanismos utilizados para mitigar os riscos financeiros, proporcionando maior segurança a todos os envolvidos.

2.2.1 Regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

As primeiras operações via crowdfunding ocorreram no ano de 2014, a partir da plataforma Broota (Ribeiro, 2021), e as empresas iniciaram suas atividades emitindo contratos que conferiam direitos de créditos ou participações no negócio financiado. Tais investimentos se enquadravam no âmbito da regulação do mercado de capitais, dando maior amplitude ao conceito de “valor mobiliário” que, até então, era supervisionado pela Lei nº 6.385, publicada em 1976 pela CVM (Brasil, 1976).

Mencionada lei estava mais adequada às condições do mercado de capitais, que operava na bolsa de valores. Por exemplo, ela não permitia que as captações realizadas via crowdfunding ocorressem sem o devido registro operacional na CVM, que fiscaliza atividades relacionadas ao mercado de valores mobiliários, como emissão, distribuição, negociação, intermediação, funcionamento das bolsas de valores, administração de carteiras e auditoria de companhias abertas, dentre outras atividades

Diante dos desafios propostos, a CVM publicou, em 2003, a Instrução nº 400 (Brasil, 2003) e sancionou a dispensa de registros nas operações de crowdfunding para a realização das ofertas públicas de investimentos, fato este que transformou a modalidade em uma fonte acessível de recursos para empreendedores, ao mesmo tempo em que regras específicas garantiam proteção tanto para os investidores quanto para os emissores.

O amadurecimento da regulamentação somente aconteceu, de fato, em 2017, quando foi publicada a Instrução CVM nº 588 (Brasil, 2017), cujo objetivo era garantir maior segurança ao investidor e controlar as operações de crowdfunding por meio das plataformas eletrônicas de investimento participativo.

A regulamentação estabeleceu requisitos como padronização, limitação do valor máximo de captação e a obrigatoriedade de fornecer informações essenciais e estruturadas, assegurando que as operações mantivessem a transparência e fossem supervisionadas pela Comissão.

A Instrução CVM nº 588 se manteve ativa por cinco anos, até a sua revogação em 2022, quando foi publicada a Resolução CVM nº 88 (Brasil, 2022). Apesar de revogada, a base estrutural para a construção do ato regulatório de 2022 foi mantida e as adequações foram pontuais. Dessa forma, houve um refinamento no arcabouço regulatório que trouxe consigo inovações como o limite de captação anual de R\$ 15 milhões para sociedades de pequeno porte.

A instrução revogada, além de colaborar com o mercado de capitais, propunha à época:

- a) a ampliação dos limites máximos de captação, receita bruta do emissor e de investimento anual;
- b) a exigência de escrituração dos valores mobiliários;
- c) a permissão para que as plataformas atuassem como facilitadoras de transações secundárias;
- d) a inclusão de um prazo máximo de pedido de registro da plataforma.

De acordo com o CVM (2020a, p. 3), “O aumento gradativo dos limites da modalidade, associado ao acompanhamento contínuo dos problemas e riscos agregados às ofertas públicas, é a forma mais apropriada para incentivar um desenvolvimento sustentável e contínuo do crowdfunding”.

Para a CVM, as plataformas precisavam oferecer uma estrutura mais completa e de melhor qualidade aos investidores. A solução foi exigir um capital social mínimo de R\$ 200 mil⁹ — o dobro do valor anteriormente estabelecido, que era de R\$ 100 mil — como pré-requisito para aprovação das operações da plataforma eletrônica de investimento.

Em linhas gerais, a Resolução CVM nº 88 trouxe inovações substanciais para a modalidade de investimentos. Seu Capítulo V, por exemplo, cita que:

[...] é permitido às plataformas eletrônicas de investimento participativo atuar como intermediadoras de transações de compra e venda de valores mobiliários já emitidos publicamente por sociedade empresária de pequeno porte que tenha realizado ao menos uma oferta pública de distribuição no ambiente da plataforma. (Brasil, 2022, p. 15)

Mencionado documento estabelece que a intermediação de transações de compra e venda de valores mobiliários deve incluir a constituição e administração dos mercados regulamentados, como as bolsas de valores e os mercados de balcão organizado.

⁹ A tese da CVM estabelece que empresas com maior capital social possuem uma estrutura mais robusta, com mais tecnologia e maior capacidade em recursos humanos.

Na sequência, a Tabela 3 apresenta as principais alterações observadas na Instrução CVM nº 88 /2022, em comparação com a Instrução CVM nº 588/2017.

Tabela 3 – As principais mudanças ocorridas na Instrução CVM nº 88/2022

Item	Base	Principais alterações
Sociedade empresária de pequeno porte	Artigo 2º, inciso VII	Empresas Individuais: ampliação da receita bruta anual de R\$ 10 milhões para R\$ 40 milhões Agrupamentos de Empresas: ampliação da receita bruta anual de de R\$ 10 milhões para R\$ 80 milhões ¹⁰
Valor máximo da captação na oferta	Artigo 3º, inciso I	Não superior a R\$ 15 milhões (antes eram R\$ 5 milhões)
Escrituração dos valores mobiliários objetos da oferta	Artigo 3º, inciso V e parágrafo 4º Artigos 12º e 53º	Os valores mobiliários objetos da oferta deverão ser: - Escriturados por instituição habilitada ¹¹ ; - Objeto de controle de titularidade e de participação societária ¹² .
Destinação dos recursos ofertados	Artigo 3º, inciso V, alínea “a”	Não poderão ser utilizados para a aquisição, direta ou por meio de títulos conversíveis, de participação minoritária em outras sociedades (àquelas com até 50% do capital social) ¹³
Limite do valor de investimento	Artigo 4º	De R\$10 mil para R\$20 mil por investidor , Exceto quando: - Investidor qualificado; - Investidor líder; - Renda bruta anual superior a R\$200 mil.
Colocação de valores mobiliários adicionais	Artigo 5º, inciso VI	É permitida a emissão de um lote adicional (mediante aprovação e critério da sociedade) de até 25% do valor alvo da oferta , desde que não seja superior a R\$ 15 milhões .
Distribuição secundária	Artigo 5º, inciso VII	É permitida a possibilidade de realização de oferta pública secundária, desde que: - Não seja superior à 20% do valor alvo máximo; ¹⁴ - Acionista ou bloco controlador não aliene participação societária superior à 20% ¹⁵ .

Fonte: Informações sintetizadas pelo autor (2025), a partir da Resolução CVM nº 88 (Brasil, 2022)

A recente publicação do Ofício Circular nº 4/2023, da CVM, complementou o entendimento de operações no país e esclareceu critérios mais sofisticados, impactando a modalidade de forma direta e permitindo operações mais estruturadas e alinhadas aos padrões

¹⁰ “Na hipótese da sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder R\$ 80 milhões no exercício social encerrado no ano anterior à oferta” (Brasil, 2022).

¹¹ Os valores mobiliários devem ser registrados ou escriturados por uma instituição autorizada.

¹² Significa que deve haver um sistema em vigor para monitorar quem são os proprietários dos valores mobiliários e qual é a participação de cada um na sociedade.

¹³ A regulamentação proíbe que os fundos levantados sejam utilizados para investir em outras empresas onde a participação seja minoritária.

¹⁴ Em uma oferta pública secundária (por exemplo ações), o total de valores mobiliários comercializados não pode superar 20% do valor máximo que a oferta pretende alcançar.

¹⁵ Essa regra visa evitar que os controladores diluam excessivamente sua participação, o que poderia afetar a confiança dos investidores na estabilidade da empresa.

nacionais, como securitização e tokenização de ativos. Além disso, as campanhas passaram a ser realizadas por meio de operações com lastro e garantias bem definidas, e Tokens de Recebíveis, Debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) ou Operações Ativas Vinculadas (OAV).

De acordo com mencionado ofício, os chamados “Tokens de Recebíveis” (TR), ou “Tokens de Renda Fixa”, passaram a ser considerados valores mobiliários, dada sua estrutura semelhante àquela adotada pelas operações de securitização.

[...] esta SSE16 vem divulgar aos agentes envolvidos, notadamente as “exchanges” ou “tokenizadoras”, mas também aos emissores, cedentes, consultores e estruturadores, o seu entendimento sobre a provável natureza de valor mobiliário dos TR cuja oferta pública é equiparável à operação de securitização de que trata a Lei nº 14.430/2022. (Brasil, 2023, p. 3)

O Ofício Circular nº 4/2023 aponta que os TR possuem características similares ao Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), pois são vinculados a fluxos de caixa provenientes de direitos creditórios e estruturados por terceiros. Assim, quando ofertados publicamente, devem seguir as regras do mercado de capitais. Para a comissão, as características que justificam esse enquadramento:

- a) são ofertados publicamente por meio de “exchanges”;
- b) conferem remuneração fixa, variável ou mista ao investidor;
- c) podem ser representativos, vinculados ou lastreados em direitos creditórios ou títulos de dívida;
- d) os pagamentos de juros e amortização ao investidor decorrem do fluxo de caixa de um ou mais direitos creditórios ou títulos de dívida;
- e) os direitos creditórios ou títulos de dívida representados pelos TR são cedidos ou emitidos em favor dos investidores finais ou de terceiros, que fazem a “custódia” do lastro em nome dos investidores;
- f) a remuneração é definida por terceiro que pode ser o emissor do TR, o cedente, o estruturador ou qualquer agente envolvido na operação.

A equiparação dos tokens de recebíveis a valores mobiliários e sua possibilidade de emissão via companhias securitizadoras beneficiou as operações de crowdfunding imobiliário. As empresas passaram a captar recursos de modo mais eficiente, com maior liquidez e

¹⁶ Supervisão de Securitização.

transparência, além de maior proteção ao investidor, uma vez que passou a supervisionada tanto pela CVM quanto pelo uso de blockchains.

A Resolução CVM nº 88/2022 também permitiu que securitizadoras de capital fechado utilizassem plataformas de crowdfunding para distribuir tokens de recebíveis, sem necessidade de registro individual de cada oferta na CV. Isso confere maior agilidade na captação de recursos, reduz as barreiras regulatórias e torna o processo mais eficiente.

Conforme estabelecido no ofício publicado em 2023, a evolução regulatória permitiu que o crowdfunding imobiliário adotasse a tokenização dentro de um arcabouço jurídico sólido. Essa expansão fica evidente no crescimento da modalidade, que ultrapassou R\$ 1 bilhão em arrecadação em 2024, segundo dados divulgados pela comissão.

Para se adequarem ao novo modelo operacional e atuarem como companhias securitizadoras, as plataformas de crowdfunding imobiliário devem atender aos seguintes requisitos:

- a) as plataformas precisam estruturar suas operações dentro das regras da Lei nº 14.430 (Brasil, 2022), podendo emitir títulos securitizados lastreados em recebíveis imobiliários;
- b) a captação via crowdfunding imobiliário continua limitada a empresas de pequeno porte, com receita bruta anual de até R\$ 40 milhões ou R\$ 80 milhões para grupos econômicos, e captação limitada a R\$ 15 milhões por oferta;
- c) caso os títulos sejam emitidos sob regime fiduciário (art. 26 da Lei nº 14.430/2022), o patrimônio separado pode ser considerado o emissor para fins de cumprimento dos limites de receita.

Vale destacar que, quando há uso de patrimônio separado, como no caso do patrimônio de afetação e das SPE, os recursos devem passar por contas vinculadas. Isso significa que o dinheiro dessas operações é colocado em contas específicas, dedicadas a tais transações.

Uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) pode, por exemplo, operar sob um regime fiduciário, assegurando um patrimônio segregado e destinado exclusivamente a projetos específicos. No contexto do crowdfunding imobiliário, essa estrutura é fundamental, pois permite a utilização de mecanismos como patrimônio de afetação, cessão fiduciária, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e emissão de debêntures. Tais instrumentos

garantem a alocação dos recursos de forma transparente e segura, assegurando que os investimentos sejam direcionados exclusivamente ao projeto previsto.

Dessa forma, as operações se estruturaram, inclusive com mecanismos de proteção, e fortaleceram as arrecadações. O crescimento evidenciado em 2024, se comparado aos anos anteriores, demonstrou o amadurecimento da regulamentação e elevada aceitação dos investidores, plataformas e, principalmente, empreendedores.

Esse cenário conduziu a inclusão de garantias para conferir segurança jurídica às relações de crédito, protegendo os credores de riscos relacionados à inadimplência. As operações foram estruturadas com mecanismos de proteção, como **aval pessoal**, a **cessão fiduciária de direitos creditórios** e a **alienação fiduciária de quotas e hipoteca**, proporcionando maior confiança na modalidade.

A Tabela 4, a seguir, resume os mecanismos utilizados nas campanhas de crowdfunding imobiliário, explicando o tipo, a definição, a aplicação e a execução.

Tabela 4 – Garantias incorporadas nas operações de crowdfunding imobiliário

Tipo	Definição	Aplicação	Execução
Aval Pessoal	Compromisso assumido por um terceiro (avalista), que garante o pagamento da dívida caso o devedor principal não cumpra a obrigação.	Títulos de crédito, como notas promissórias, duplicatas e cheques. Muito utilizado em empréstimos e financiamentos.	O avalista assume responsabilidade solidária e pode ser acionado judicialmente de forma imediata em caso de inadimplência do devedor.
Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios	Transferência de direitos creditórios (como recebíveis futuros) para o credor como garantia de pagamento da dívida.	Usado em operações bancárias, securitização de recebíveis, crédito empresarial e crowdfunding imobiliário.	O credor pode executar os direitos creditórios cedidos e receber os valores devidos pelo devedor inadimplente de forma direta.
Alienação Fiduciária de Quotas	O devedor transfere a propriedade de quotas de sociedade empresária ao credor como garantia, mas mantém a posse e a gestão da empresa.	Comum em operações de financiamento empresarial, fusões e aquisições.	Caso o devedor não cumpra com sua obrigação, o credor pode se tornar proprietário definitivo das quotas ou vendê-las para liquidar a dívida.
Hipoteca	Direito real sobre um imóvel dado como garantia, sem transferência de posse para o credor.	Usada em financiamentos imobiliários, operações de crédito com garantia real e crowdfunding imobiliário.	O credor pode solicitar a execução judicial da hipoteca, levando o imóvel a leilão para pagamento da dívida.

Fonte: O autor (2025)

2.2.2 Regulamentações pelo Banco Central do Brasil (BACEN)

2.2.2.1 Resolução nº 4.656/2018

Publicada pelo Banco Central do Brasil (BACEN), a Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018, regulamenta as operações de Peer-to-Peer (P2P), que envolvem transações financeiras diretas entre indivíduos, sem a intermediação de instituições financeiras tradicionais, como bancos ou corretoras (Brasil, 2018). Não há um direcionamento quanto ao porte da empresa tomadora, como ocorre na Resolução CVM nº 88/2022.

Mencionada resolução foi criada para estabelecer as operações das Sociedades de Empréstimos entre Pessoas (SEP), uma vez que

[...] disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições. (Brasil, 2018, p. 1)

Essas plataformas eletrônicas não têm permissão para operar de forma independente, pois não são classificadas como instituições financeiras e desempenham suas atividades em parceria com instituições financeiras reconhecidas pelo Banco Central.

Conforme se observa na Tabela 5, as operações de SEP definem os **instrumentos representativos de crédito**, a **plataforma eletrônica**, a **participação qualificada** e o **grupo de controle**.

Tabela 5 – Definições sobre as operações das SEP

Item	Como funciona
Instrumentos representativos de crédito	São os documentos ou contratos que formalizam as operações de crédito realizadas pelas SEP e que representam os direitos e obrigações das partes envolvidas na operação.
Plataforma Eletrônica	Refere-se ao ambiente digital, geralmente um site ou aplicativo, onde as operações de SEP são realizadas. Essa plataforma conecta credores e tomadores de empréstimos, facilitando as transações.
Participação qualificada	Define as condições e os requisitos para que uma pessoa ou entidade tenha uma participação significativa nas operações da SEP. Isso inclui critérios financeiros e regulatórios que devem ser atendidos para garantir a integridade e a segurança das operações.
Grupo de controle	Refere-se ao conjunto de pessoas ou entidades que têm o poder de influenciar ou controlar as decisões da SEP, incluindo os principais acionistas e gestores responsáveis pela condução das atividades da empresa.

Fonte: Informações sintetizadas pelo autor (2025), a partir da Resolução BACEN nº 4.656 (Brasil, 2018)

Por sua vez, o modelo operacionalizado via SCD, ou seja, aquele realizado entre pessoas e empresas, se diferencia das operações de crowdfunding e SEP, pois permite que a instituição financeira utilize recursos próprios para oferecer empréstimos aos credores, mesmo que inexistam uma destinação específica.

[...] tem por objeto a realização de operações de empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem capital próprio¹⁷. (Brasil, 2018, p. 2)

Para a Resolução nº 4.656, as operações de empréstimo ou investimento devem ser realizadas com intermédio da plataforma eletrônica, dispensando a aplicação direta do recurso. Nesse caso, ocorre apenas uma operação de crédito comum (Brasil, 2018).

Outra exigência da SCD é que a instituição financeira, além de conceder os empréstimos, também adquira os direitos creditórios sobre os valores emprestados, ou seja, ela tem o direito de receber o importe devido por credores inadimplentes.

Em ambos os casos, SEP ou SCD, as plataformas eletrônicas assumem a responsabilidade sobre os valores ofertados nos casos de inadimplência. Destaca-se que a flexibilidade dessa resolução oferece menores custos operacionais para as plataformas de investimentos, proporcionando custos mais acessíveis à operação em si e, conseqüentemente, melhores condições aos empreendedores que intencionam adquirir o funding para suas operações imobiliárias.

Até a realização desta pesquisa, as plataformas que operavam em conformidade com a Resolução nº 4.656/2018 eram a Bloxs, a Immo Invest, a Braaim, a Investweb e a Platta.

As operações estruturadas, como Debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Operações Ativas Vinculadas (OAV), não podem ser efetuadas diretamente por Sociedades de Crédito Direto (SCD) ou Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP) reguladas pela resolução em comento, uma vez que seu foco está voltado, de forma específica, para a regulamentação de operações de crédito realizadas por fintechs. Esse fato, portanto, não inclui a emissão ou intermediação de valores mobiliários pelas plataformas eletrônicas de investimentos.

¹⁷ Salienta-se que a SCD não pode fazer captação de recursos públicos.

2.2.2.2 Resolução nº 2921/2002

A Resolução BACEN nº 2.921, publicada em 17 de janeiro de 2002, que “[...] dispõe sobre a realização de operações ativas vinculadas pelas instituições financeiras com base nos recursos entregues ou colocados à disposição da instituição por terceiros”, é responsável pela regulação da operação de Cédula de Crédito Bancário (CCB).

As Operações Ativas Vinculadas (OAV) são efetuadas em conjunto com as instituições financeiras responsáveis pela intermediação das operações, a partir da emissão de títulos de empréstimos bancários aos empreendedores (os incorporadores), que ocorrem em favor das instituições financeiras, por meio das CCB.

Porto (2019) observa que a devolução do valor captado fica 100% atrelada e condicionada ao pagamento das parcelas do empréstimo pelo empreendedor, que

[...] contrai um empréstimo bancário e emite um certificado denominado CCB, Cédula de Crédito Bancário, em favor da instituição financeira parceira. O investidor do crowdfunding recebe um título vinculado a esta CCB do Incorporador e atrelado ao desempenho de um empreendimento específico. (Porto, 2019, p. 3)

O Certificado de Depósito Bancário Vinculado (CDBV) é um título emitido por instituições financeiras, adquirido pelos investidores e depositado a prazo, em conformidade com os termos estabelecidos em contrato entre as partes. Funcionando como um título de renda fixa, o CDBV garante ao investidor o pagamento do valor investido acrescido de taxas previamente acordadas no momento da contratação e formalização dos contratos de mútuo.

Esse tipo de investimento é considerado seguro, uma vez que o investidor empresta recursos diretamente ao banco emissor, uma instituição financeira regulamentada. Além disso, uma das principais vantagens dessa operação, se comparada àquela prevista na Resolução CVM nº 88/2022, é a ausência de limitações para as captações realizadas pelo empreendedor, que atua como tomador dos recursos.

Os valores captados permanecem em uma conta bancária de titularidade da plataforma eletrônica e, ao término do contrato, são repassados aos investidores com a incidência dos juros acordados.

Assim como na Resolução CVM nº 88/2022, as garantias como aval pessoal, cessão fiduciária de direitos creditórios, alienação fiduciária de quotas e hipoteca, podem ser utilizadas nas campanhas de crowdfunding imobiliário regulamentadas pela Resolução nº 2.921/2002.

Na sequência, a Tabela 6 demonstra como os veículos são utilizadas por cada legislação.

Tabela 6 – Veículos de garantias utilizados pela CVM e pelo BACEN

Item	CVM nº 88/20 22	Res. nº 2921/2002
Aval Pessoal Garantia adicional fornecida pelo empreendedor, comprometendo-se pessoalmente a cobrir as obrigações financeiras	Sim	Sim
Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios Os recebíveis futuros do projeto (ex.: aluguéis) são cedidos fiduciariamente aos investidores como garantia	Sim	Sim
Alienação Fiduciária de Quotas As quotas da SPE podem ser alienadas fiduciariamente para garantir o retorno dos investidores	Sim	Sim
Hipoteca O imóvel ou terreno é hipotecado em favor dos investidores, garantindo a segurança do investimento	Sim	Sim

Fonte: CVM (2022) e BACEN (2002)

Assim como visto na Resolução CVM nº 88/2022, pode haver elementos de securitização nas campanhas regulamentadas pela norma do BACEN, com o diferencial de que, nesses casos, há uma instituição financeira responsável pela custódia dos títulos e pela administração do fluxo de pagamentos aos investidores.

2.2.3 Comparativo entre as legislações

As legislações analisadas apresentam semelhanças ao serem avaliadas sob o aspecto da presença da plataforma que conecta investidores e empreendedores, no entanto, existem diferenças importantes a serem consideradas no âmbito técnico-operacional.

Enquanto a Resolução CVM nº 88 estabelece regras detalhadas e especifica operações para a divulgação das campanhas de crowdfunding, a Resolução BACEN nº 2.921 foca nas operações de crédito em si e nos meios de realização dessas operações.

Dessa forma, a Resolução CVM nº 88, de 2022, se preocupa em garantir a transparência e a proteção dos investidores por meio de normas rigorosas para a oferta pública de valores mobiliários; por sua vez, a Resolução nº 2.921, de 2002, visa proporcionar uma estrutura segura e eficiente para a captação de recursos destinados a projetos imobiliários, estabelecendo mecanismos de garantias, como por exemplo, o CDBV.

2.2.3.1 Modelo baseado na Instrução CVM

Este modelo está relacionado às operações de debt e equity crowdfunding, e estabelece regras para captação de recursos para empresas com faturamento bruto anual de até R\$ 40 milhões. Tais empresas, como por exemplo, incorporadoras, utilizam plataformas digitais com o objetivo de captar recursos de investidores interessados no desenvolvimento de projetos imobiliários.

O retorno do investidor pode vir na forma de participação nos lucros ou pagamento de juros, dependendo da estrutura do investimento, entretanto, os riscos do empreendimento também recaem sobre ele, que depende do sucesso do projeto para obter retorno.

2.2.3.2 Modelo baseado nas operações de P2P

A Resolução nº 4.656/2018, do Banco Central do Brasil, é relevante no contexto de modelos de crowdfunding baseados em operações financeiras, mas sua aplicação depende da estrutura específica da operação.

Mencionada resolução regula as Sociedades de Crédito Direto (SCD) e as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP), estabelecendo regras para instituições financeiras que operam exclusivamente de forma digital e realizam empréstimos, financiamentos e outras operações de crédito.

2.2.3.3 Modelo baseado na oferta por correspondente bancário

Este modelo está fundamentado na Resolução BACEN nº 2.921, de 17 de janeiro de 2002. Estruturado como uma operação financeira tradicional, mas adaptado para o ambiente de crowdfunding, ele se desenvolve por meio de operações ativas vinculadas (OAV), em conjunto com uma instituição financeira parceira.

A plataforma de crowdfunding atua como correspondente bancário de uma instituição financeira e intermedia a operação, mas quem formaliza o empréstimo é o banco. O investidor não investe diretamente no projeto imobiliário, mas em um título de investimento emitido pelo banco.

O modelo bancário oferece uma camada adicional de segurança, já que o valor principal e os rendimentos do investidor estão 100% atrelados ao pagamento do tomador, isto é, o risco

de crédito está diretamente relacionado à capacidade do tomador de pagar suas obrigações ao banco. Caso o tomador não pague as parcelas, o investidor pode não receber o valor investido ou os juros prometidos, apesar de a instituição financeira atuar como intermediária.

2.2.3.4 Resumo

A flexibilização nas operações está presente de diferentes formas nas três legislações: a Resolução CVM nº 88 oferece maior flexibilização no acesso ao capital para pequenas empresas, enquanto a Resolução nº 4.656 promove inovações significativas no mercado de crédito por meio das fintechs. A Resolução nº 2.921, por sua vez, é responsável por flexibilizar o uso de recursos de terceiros em operações financeiras e manter controles mais rigorosos para garantir a segurança e a transparência das transações.

Dessa forma, a Tabela 7 resume as principais características de cada legislação consultada, trazendo uma comparação entre elementos operacionais para a realização das campanhas.

Tabela 7 – Legislações do crowdfunding imobiliário

Item	Resolução CVM nº 88/2022	Resolução BACEN nº 4.656/2018	Resolução BACEN nº 2.921/2002
Operação	Debêntures	SEP ou SCD	OAV (CCB e CDBV)
Ano da publicação	2022	2018	2002
Garantido pelo FGC?	Não	Não	Não
Relacionamento Empreendedor / Plataforma Eletrônica / Investidor	Sim	+ Instituição financeira	+ Instituição financeira
Pode realizar securitização?	Sim	Sim	Sim
Garantias utilizadas aval pessoal, cessão fiduciária de direitos creditórios, alienação fiduciária de quotas e hipoteca	Sim	Sim	Não

(Continua)

Tabela 7 – Legislações do crowdfunding imobiliário (Conclusão)

Item	Resolução CVM nº 88/2022	Resolução BACEN nº 4.656/2018	Resolução BACEN nº 2.921/2002
Existe limitação para o tomador do crédito (empreendedor)	Sim Precisa ser empresa de pequeno porte ¹⁸	Sim Limite mínimo de capital social integralizado e patrimônio líquido >= R\$1.000.000,00	Não
Existe limitação para o investidor?	Sim Máximo de R\$20.000,00 / ano calendário ou 10% da renda bruta anual	Sim Máximo de R\$15.000,00 / captação	Não
Investidor qualificado É aquele que deve possuir o valor mínimo em investimentos de R\$1.000.000,00	Sim	Sim	Não
Existe limitação para o valor total acumulado pelo empreendedor (por captação)?	Sim Não pode superar R\$15.000.000,00 por campanha ¹⁹	Não	Não
Limitações para realização de campanhas (entre término da campanha anterior e o início da nova campanha)	Mínimo de 120 dias	Não	Não
Atrelado a uma Instituição Financeira?	Não	Sim	Sim

Fonte: Informações sintetizadas pelo autor (2025), a partir das legislações consultadas (2025)

No âmbito dos mercados de capital e financeiro do país, diversas regulamentações regem a emissão e a negociação de títulos e operações, incluindo o crowdfunding imobiliário, que tem ganhado destaque como uma forma inovadora de captar recursos para projetos imobiliários, conectando investidores e empreendedores por meio de plataformas digitais.

Este estudo se aprofundou em três instrumentos, quais sejam, Debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Operações Ativas Vinculadas (OAV). Cada um desses instrumentos possui suas próprias características e é regido por diferentes normas.

¹⁸ Resolução CVM nº 88, de 2022: Receita bruta anual não superior a R\$ 40 milhões.

¹⁹ O empreendedor está limitado à R\$ 15 milhões/ano; mesmo que respeitado prazo de 120 dias entre uma campanha e outra, a somatória das duas arrecadações não pode superar essa importância.

A seguir, a Tabela 8 apresenta um resumo das regulamentações e características principais de cada um dos instrumentos mencionados, no contexto do crowdfunding imobiliário:

Tabela 8 – Operações estruturadas para realização das campanhas

Item	Regulação	Observações
Debêntures	Lei nº 6.385/1976 E Instrução CVM nº 476	Lei nº 6.385/1976: Essa lei regula o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que supervisiona as ofertas públicas de investimento, incluindo o crowdfunding de investimentos quando envolve valores mobiliários Instrução CVM nº 476: Essa norma regula ofertas restritas de valores mobiliários, incluindo debêntures e outros títulos de dívida. Algumas operações de crowdfunding imobiliário podem envolver debêntures emitidas por SPEs, e nesses casos, dependendo da estrutura da oferta, podem seguir a Instrução ou normas mais recentes que a substituam.
CRI	Lei nº 9.514/1997 e normativas da CVM	Os certificados são emitidos exclusivamente por securitizadoras regulamentadas pela CVM e que têm como lastro recebíveis do setor imobiliário.
OAV	Resolução nº 2921/2002, do Banco Central	São operações realizadas por instituições financeiras com recursos de terceiros, como fundos ou parcerias público-privadas.

Fonte: O autor (2025)

Os mecanismos de proteção das operações não integram o escopo da Resolução nº 4.656/2018 e são observados somente nas Resoluções CVM nº 88/2022 e nº 2.921/2002.

2.3 DADOS HISTÓRICOS OBTIDOS NAS CAMPANHAS DE CROWDFUNDING IMOBILIÁRIO

Ao longo desta pesquisa foram identificadas 64 plataformas de investimentos. Adicionalmente, as empresas Urbe.me e Caprate, ambas reguladas pelo BACEN, também foram incluídas para realizarem suas operações como instituições financeiras intermediadoras em operações de crédito.

Embora alguns relatórios indicassem que determinadas plataformas estavam ativas, a ausência de uma página para consulta de informações na web foi fator determinante para sua exclusão deste trabalho, ou seja, para garantir a objetividade do estudo, tais plataformas foram

classificadas como inativas e, conseqüentemente, desconsideradas, uma vez que sua relevância e contribuição para o cenário do crowdfunding eram limitadas²⁰.

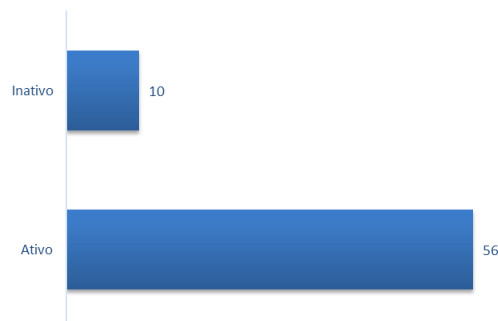
As plataformas desconsideradas foram:

- a) Athan Incorporação, Investimentos & Financeiro Ltda.;
- b) BVM12 – Plataforma de Captação para Startups Ltda.;
- c) Dealclubs Plataforma de Investimentos Ltda.;
- d) House 2 Invest Serviços de Investimentos Participativos e Consultoria Ltda.;
- e) Nosso Investimento Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo Ltda.;
- f) Osten Investimentos Alternativos S.A.;
- g) RGS Hernandes Consultoria Ltda.;
- h) Robusta Investimentos Alternativos Ltda.;
- i) Tier Titularização Eletrônica da Economia Real Ltda.;
- j) We Build Tecnologia Ltda.

2.3.1 Plataformas ativas

Dentre todas as plataformas verificadas, posteriormente à exclusão das plataformas inativas, segundo critérios citados anteriormente, restaram 56 plataformas eletrônicas devidamente ativas e com atuações controladas pela CVM ou pelo BACEN (Figura 4).

Figura 4 – Plataformas consultadas (ativas e inativas)



Fonte: Informações sintetizadas pelo autor, a partir das plataformas consultadas (2025)

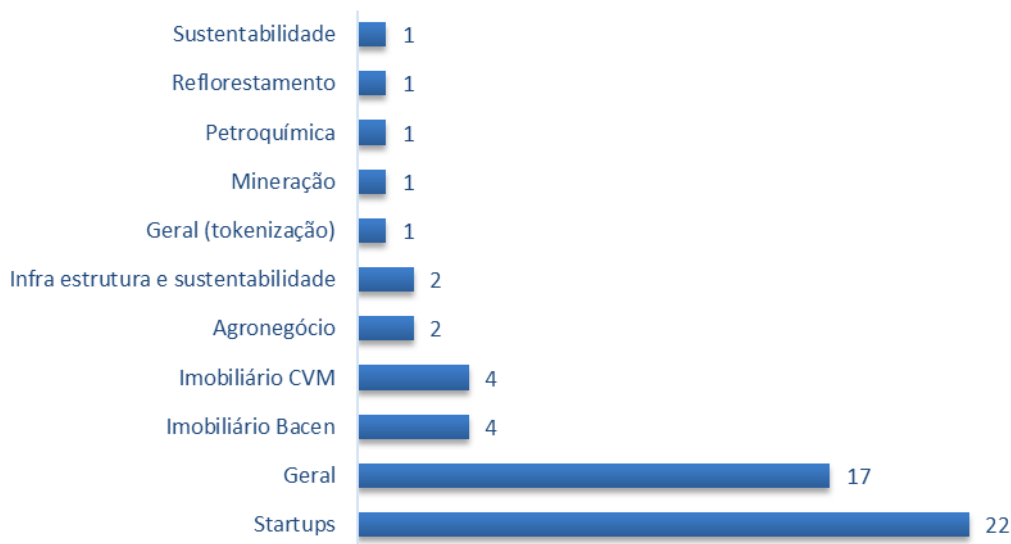
²⁰ O que pode ser notado é que algumas plataformas foram criadas especificamente para cumprir um papel particular para algumas empresas, realizando operações de captação de recursos; depois, foram descontinuadas e, apesar de ativas, praticamente foram descartadas.

As atuações das plataformas consultadas foram bastante diversificadas, mas houve predominância na modalidade de equity crowdfunding, isto é, o foco foi o investimento inicial, principalmente em startups, representando 44,6% de toda a amostra consultada. Por sua vez, as plataformas sem um segmento específico e que atuam de modo mais diversificado, criando campanhas aleatórias em todos os segmentos, representaram 41,0%, da amostra obtida.

O terceiro grupo de maior relevância foi representado pelas plataformas atuantes no segmento imobiliário, subdividido em dois grupos: o Imobiliário (CVM) e o Imobiliário (BACEN); somadas, tais plataformas representaram 17,8% de toda a amostra, dentre as quais, oito atuavam diretamente junto ao segmento imobiliário.

As demais plataformas, apesar de ativas, não possuíam representatividade na amostra, por isso não foram analisadas. A Figura 5, a seguir, resume as informações anteriores.

Figura 5 – Segmento de atuação das plataformas



Fonte: Informações sintetizadas pelo autor a partir das plataformas consultadas (2025)

2.3.2 Plataformas do segmento imobiliário

O cenário composto pelo grupo de atuação no segmento imobiliário é dividido entre plataformas que atuam segundo as diretrizes estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários – quatro plataformas – ou pelas diretrizes do Banco Central do Brasil – quatro plataformas, conforme se observa na Tabela 9.

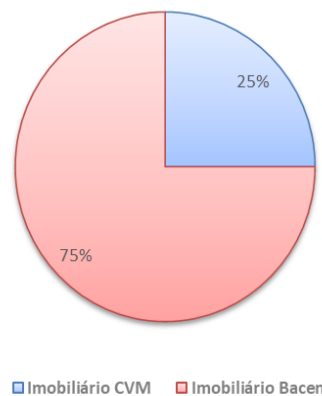
Tabela 9 – Plataformas com atuação no crowdfunding imobiliário

Nome	Webpage	CVM nº 88/2022	Outra Resolução
BTR Serviços de Plataforma Eletrônica e Consultoria Empresarial Ltda. (BLOXS)	https://crowdfunding.bloxs.com.br/	X	
Cf Group Sociedade de Empréstimo entre Pessoas S.A (CAPRATE)	https://caprate.com.br/		X (Res. nº 4.656/2018)
Glebba Serviços de Investimentos Participativos e de Correspondentes Bancários Ltda. (GLEBBA)	https://www.glebba.com.br/	X	
Inco Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo Ltda. (INCO)	https://inco.vc/		X (Res. nº 4.656/2018)
Investweb Serviços na Internet Ltda. (INVESTWEB)	https://investweb.co/	X	
Nano Plataforma De Investimento Coletivo Ltda. (NANO)	https://nanocapital.com.br/	X	
Urbe.Me Serviços Desenvolvimento Urbano Ltda (URBE.ME)	https://urbe.me/		X (Res. nº 2.921/2020)
Vangardi Investimentos Participativos e Consultoria Ltda. (VANGARDI)	https://vangardi.com.br/		X

Fonte: Informações sintetizadas pelo autor, a partir das plataformas consultadas (2025)

Das oito plataformas encontradas durante o desenvolvimento desta pesquisa, somente as plataformas Bloxs, Caprate, Inco e Urbe.me possuíam campanhas ativas, sendo que três delas (75%) se enquadravam nas regulações do BACEN, enquanto uma (25%) se enquadrava na CVM, conforme Figura 6.

Figura 6 – Plataformas com operações ativas no crowdfunding imobiliário – CVM vs Bacen



Fonte: Informações sintetizadas pelo autor, a partir das plataformas consultadas (2025)

A partir da análise das campanhas consultadas foi possível identificar que todas as operações foram realizadas por meio da modalidade de debt crowdfunding, isto é, eram estruturadas para criar uma relação de dívida entre o empreendedor e o investidor. Apesar de serem operacionalizadas via debt crowdfunding, a distinção ocorria apenas na forma em que as remunerações aconteciam:

O primeiro modelo optou por pagamentos mensais, com parcelas idênticas; os investidores recebiam os valores no fluxo mensal mais as parcelas de valor fixo, já deduzido o imposto de renda correspondente.

O segundo modelo, por sua vez, adotou os pagamentos mensais acrescidos de uma parcela bônus no final do período; este bônus estava condicionado ao cumprimento das metas e resultados previamente estabelecidos no projeto imobiliário.

Por fim, o último modelo efetuou o pagamento somente no final do período contratual, acrescido dos juros fixados previamente, deduzidos os valores relativos ao imposto de renda.

O prospecto de investimentos continha informações detalhadas sobre o empreendedor – o tomador dos recursos –, fornecendo dados essenciais para a tomada de decisão dos investidores. Tais informações incluíam a rentabilidade estimada do investimento proposto e detalhes sobre o investimento imobiliário a ser beneficiado pelo funding arrecadado.

O valor alvo da campanha também estava claramente especificado no prospecto, fornecendo aos investidores uma compreensão clara dos objetivos financeiros envolvidos. Ademais, as plataformas ofereciam uma visão abrangente sobre a evolução do percentual já captado, permitindo a avaliação da aceitação do projeto.

A transparência oferecida pelo prospecto, essencial para embasar a tomada de decisão dos investidores, refletiu o compromisso das plataformas em assegurar a credibilidade e o sucesso das campanhas divulgadas; no entanto, a falta de padronização na divulgação dessas campanhas foi um obstáculo relevante durante a realização desta pesquisa, pois as informações eram disseminadas de forma discrepante entre si.

Vale ressaltar a importância de padronizar a divulgação de informações nas páginas da web de cada plataforma. A ausência desse padrão comprometeu, em certa medida, o desenvolvimento deste estudo, dificultando uma análise mais abrangente dos dados disponíveis.

Apesar das dificuldades encontradas no caminho da investigação, foi possível perceber que, em cada plataforma, há um interesse individual em demonstrar o histórico de suas

atividades, porém, de modo subjetivo e conveniente. Acredita-se que as divulgações foram criadas para atrair novos investidores e empreendedores interessados nessa modalidade de investimento coletivo.

2.3.3 Campanhas de crowdfunding imobiliário entre os períodos de 2023 e 2024

A coleta dos dados históricos foi conduzida por meio de uma investigação nas plataformas eletrônicas de investimento especializadas do setor imobiliário, durante o período de outubro de 2023 a janeiro de 2024.

No total foram identificadas 61 campanhas (ativas e encerradas) de crowdfunding imobiliário que, juntas, somavam R\$ 61.434.500,00 e se dividiam em 15 campanhas ativas, totalizando R\$ 19.037.500,00 (24,6%), e 46 campanhas encerradas, totalizando R\$ 42.397.000,00 (75,4%).

Ao observar os dados detalhados na Tabela 10, nota-se que a plataforma INCO se destacou com o maior número de campanhas, com um total de 27 dentre as 61 encontradas, o que representa, aproximadamente, 44,3% de toda a amostra.

A plataforma Bloxs (2025), embora tenha gerenciado menos campanhas (17), se sobressaiu ao liderar em termos de volume financeiro, contribuindo com 36,6% do valor total captado nas campanhas (ativas + encerradas).

A distribuição percentual das campanhas por órgão regulador revela que a CVM supervisiona a maioria das campanhas, sendo responsável por 52,5% do total, enquanto o BACEN está associado a 47,5% delas, representado unicamente pela plataforma que alcançou grande destaque, a INCO.

Tabela 10 – Campanhas do setor imobiliário

Orgão regulador	Plataforma	Nº de campanhas	% (qtde)	Valor total	% (valor)
CVM	Bloxs	17	27,9%	R\$ 22.485.000,00	36,6%
BACEN	Caprate	2	3,3%	R\$ -	0,0%
CVM	Glebba	10	16,4%	R\$ 9.847.000,00	16,0%
BACEN	INCO	27	44,3%	R\$ 14.983.500,00	24,4%
CVM	Nano Capital	5	8,2%	R\$ 14.119.000,00	23,0%
		61		R\$ 61.434.500,00	

Fonte: Informações sintetizadas pelo autor, a partir das plataformas consultadas (2025)

A análise aprofundada dos dados relativos às campanhas de crowdfunding imobiliário, sob o amparo dos órgãos reguladores CVM e BACEN, revela questões importantes para a pesquisa: a CVM supervisionou um total de 32 campanhas, consolidando-se com 52,5% do universo encontrado nas 61 campanhas, como é possível observar na Tabela 11, a seguir.

Tabela 11 – Campanhas do setor imobiliário – CVM vs BACEN

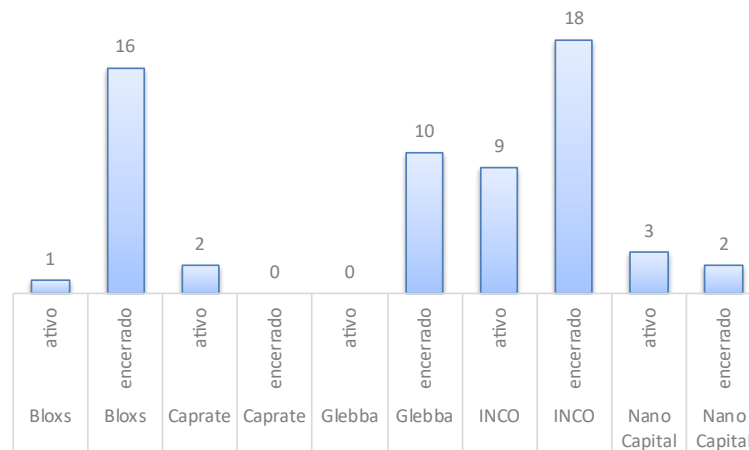
Orgão regulador	Nº de campanhas	% (qtde)	Valor total	% (valor)
CVM	32	52,5%	R\$ 46.451.000,00	75,6%
BACEN	29	47,5%	R\$ 14.983.500,00	24,4%

Fonte: Informações sintetizadas pelo autor, a partir das plataformas consultadas (2025)

Do universo das 61 campanhas investigadas, 15 estavam ativas, o que corresponde a 24,6% do total. Essa parcela demonstra o interesse por parte dos investidores e empreendedores, que continuaram buscando oportunidades de funding no cenário macroeconômico, diversificando seus riscos e investimentos.

Por outro lado, foram 46 campanhas encerradas entre outubro de 2023 e janeiro de 2024, representando 75,4% do total analisado. Embora três quartos da amostra já estivessem concluídos, foi possível observar a dinâmica e a velocidade das operações, evidenciando o caráter disruptivo destacado na revisão bibliográfica desta dissertação.

Figura 7 – Campanhas ativas e encerradas em crowdfunding imobiliário – out/23 a jan/24



Fonte: O autor (2025)

As plataformas INCO e Bloxs, com 27 e 17 campanhas, respectivamente, se destacaram como as mais atuantes no crowdfunding imobiliário, com um total de 72% de todas as campanhas encontradas, ativas ou encerradas.

A análise dos dados relativos ao crowdfunding imobiliário também destacou que todas as plataformas se preocuparam com a qualidade das informações, ou seja, o risco das operações e a qualidade da informação divulgada, fortalecendo o assunto abordado no Capítulo 4 desta pesquisa.

O valor médio captado por campanha atingiu R\$ 1.077.798,25, evidenciando uma captação muito aquém daquela sugerida pelas diretrizes da CVM, de até R\$ 15 milhões por captação. Além disso, a média de 223 investidores por campanha apontou para uma participação robusta de investidores, indicando que a modalidade, apesar de possibilitar a pulverização dos riscos de funding, demonstra elevada dependência jurídica a ser gerida pelo empreendedor, responsável pelo custeio da estruturação das operações, como por exemplo, o elevado custo jurídico relacionado à grande quantidade de contratos gerados.

O valor médio investido foi de R\$ 8.690,65 para os investidores comuns, o que representa 43% do total permitido pela CVM, de R\$ 20 mil/ano por investidor. A comparação entre a média observada e os limites regulatórios impostos pelo comitê destaca que a modalidade de crowdfunding imobiliário possui um papel secundário no funding do real estate e permite compreender que essa capacidade, de certa forma limitada, ainda alcança níveis muito inferiores àqueles suportados pelos mecanismos de funding tradicionais do mercado nacional, fornecidos, por exemplo, pelas grandes instituições financeiras e de fomento à construção.

Na sequência, a Tabela 12 apresenta um comparativo entre as informações mencionadas anteriormente.

Tabela 12 – Média calculada x Limitações impostas pela Instrução CVM nº 88/2022

	Valor captado em cada Campanha	Valor médio a ser arrecadado por investidor
Dados reais coletados nas plataformas (média)	R\$ 1.077.798,25	R\$ 8.690,65
Limitações da CVM 88/22	R\$ 15.000.000,00	R\$ 20.000,00

Fonte: O autor (2025)

2.4 OS MECANISMOS DE MITIGAÇÃO DE RISCOS PARA OS INVESTIDORES IDENTIFICADOS NAS CAMPANHAS CONSULTADAS

Esta seção antecipa o capítulo do risco, que detalha todas as considerações relativas ao tema sob a ótica do investidor, da operação e, principalmente, do empreendedor.

As informações analisadas ao longo da pesquisa foram extraídas de campanhas reais e ativas, apresentadas aos investidores interessados em participar dos investimentos disponibilizados nas plataformas. Logo, de maneira preliminar e conectada à seção anterior (2.3), inicia-se a demonstração dos mecanismos utilizados nas plataformas.

2.4.1 Dados da primeira campanha

A primeira campanha avaliada, denominada “Plano Empresário – Panorama Olivetanos 12”, criada pela plataforma INCO em outubro de 2024, esclareceu para os investidores que a operação consistia em uma Cédula de Crédito Bancário (CCB), cuja finalidade era viabilizar o financiamento da construção do empreendimento realizado pela incorporadora.

O prazo do investimento era de 21 meses, com rentabilidade calculada de “CDI + 5,5% a.a.”. A remuneração do investidor seria efetuada por meio do pagamento de juros mensais e a devolução do valor investido ocorreria na mesma data da última parcela do contrato.

Os mecanismos de proteção utilizados na campanha estabeleceram:

- a) aval de pessoa física;
- b) aval de pessoa jurídica;
- c) alienação fiduciária das quotas da SPE;
- d) cessão fiduciária de direitos creditórios;
- e) hipoteca de bem imóvel das unidades imobiliárias.

É importante ressaltar que esta operação era regulamentada pelo Banco Central do Brasil (BACEN).

2.4.2 Dados da segunda campanha

A segunda campanha avaliada, denominada “Max Tulum” e criada pela plataforma INCO em outubro de 2024, explicou aos investidores que a operação consistia na emissão de Créditos de Recebíveis Imobiliários (CRI), com o objetivo de viabilizar o financiamento da construção do empreendimento realizado pela incorporadora.

O prazo do investimento somava 39 meses, com rentabilidade calculada de “IPCA + 10,84% a.a.”. A remuneração do investidor seria efetuada por meio do pagamento de juros mensais e a devolução do valor investido ocorreria na mesma data da última parcela do contrato.

O valor da campanha totalizou de R\$ 11 milhões e o faturamento bruto anual de 2023 foi de R\$ 18,2 milhões.

Os mecanismos de proteção utilizados estabeleceram:

- a) aval de pessoa física;
- b) aval de pessoa jurídica;
- c) alienação fiduciária das quotas da SPE;
- d) cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes dos “Contratos de promessa de Compra e Venda das Unidades” do empreendimento Max Tulum;
- e) hipoteca de bem imóvel das unidades imobiliárias.

A operação, regulamentada pela CVM, cumpriu todas as regras acordadas, demonstrando claramente os riscos envolvidos e fornecendo as informações essenciais da oferta, conforme disposto na Resolução CVM nº 88, de 2022. O instrumento particular de alienação fiduciária de quotas em garantia também integrou a documentação apresentada na campanha, proporcionando ao investidor acesso a todas as informações da operação.

Vale destacar que tal instrumento confirma à fiduciária a transferência dos direitos creditórios oriundos dos contratos lastro, tornando-a titular de 100% dos direitos (créditos imobiliários). Esses créditos estão vinculados a uma operação de securitização, resultando na emissão de CRI, distribuídos exclusivamente por meio da plataforma, dispensando o registro prévio, em conformidade com a resolução em questão.

Assim, o contrato estabelece um mecanismo de financiamento estruturado, onde os créditos imobiliários e as quotas da sociedade são usados como garantias para a securitização dos certificados de recebíveis, visando à captação de recursos no mercado.

2.4.3 Dados da terceira campanha

Criada em 2024 e regulamentada pelo BACEN, a terceira campanha avaliada, denominada por “Quinta das Oliveiras I”, da plataforma Urbe.me, percorreu para os investidores que a operação consistia em uma Cédula de Crédito Bancário (CCB), com a

finalidade de viabilizar o financiamento da construção do empreendimento realizado pela incorporadora.

O prazo do investimento, de 24 meses, teve sua rentabilidade calculada em 22,50% a.a. A remuneração do investidor seria feita por meio do pagamento de juros mensais e a devolução do montante investido ocorreria na mesma data da última parcela do contrato.

Com um valor da campanha de R\$ 600 mil, os mecanismos de proteção adotados estabeleceram:

- a) aval de pessoa física;
- b) aval de pessoa jurídica.

O empreendimento, submetido ao regime de patrimônio de afetação, protege os recursos aplicados no projeto de qualquer interferência ou uso para fins distintos da execução e conclusão das obras, assegurando que o patrimônio do projeto não se misture com os bens dos sócios ou outros projetos, resguardando os investidores no caso de problemas financeiros da incorporadora.

A fonte de pagamento dos investidores provém da venda das unidades do empreendimento e, embora não exista uma garantia real adicional específica para a operação, as receitas das vendas são destinadas à quitação das obrigações de pagamento da CCB, o que pode sustentar a liquidez da operação.

Além disso, a empresa se compromete a fornecer relatórios trimestrais e atualizações mensais sobre o andamento das obras e vendas, promovendo visibilidade e controle por parte dos investidores sobre o desenvolvimento do projeto. Esses mecanismos buscam atenuar riscos, especialmente os relacionados ao uso dos recursos e à segurança patrimonial, fundamentais para os investidores da CCB.

3 O RISCO OPERACIONAL E OS MECANISMOS UTILIZADOS NAS OPERAÇÕES ESTRUTURADAS

Os riscos operacionais no crowdfunding imobiliário abrangem não somente o potencial de inadimplência dos projetos e a incerteza nas projeções financeiras, mas também as complexidades regulatórias e a necessidade de estruturas robustas de compliance.

Esses elementos reforçam a importância de uma análise detalhada dos mecanismos de garantia, dos processos de avaliação de crédito e das práticas de gestão de risco, que visam proteger os interesses de investidores e empreendedores, além de assegurar a sustentabilidade do modelo de investimento coletivo.

3.1 O RISCO DO INVESTIDOR

A discussão sobre o curto período de operação do crowdfunding destaca a limitada quantidade de países que possuem legislações específicas para regulamentar essa modalidade de financiamento coletivo. Apesar disso, alguns deles criaram adaptações em suas normas, com o objetivo de atender à demanda criada por esse modelo de negócio. Percebe-se um ambiente favorável para a promulgação de tais leis, a fim de garantir, cada vez mais, a aderência entre as operações realizadas.

Kirby e Worner (2014, p. 45) ressaltam a necessidade de criar proteções em dispositivos legais específicos para o investidor atuante em crowdfunding: “[...] the markets for both peer-to-peer lending and equity-crowdfunding are currently so small that they do not pose an immediate systemic risk. However, they raise significant investor protection issues, particularly in relation to retail investors”²¹.

Apesar de ser uma prática relativamente nova no mundo, há grande preocupação com a segurança dos investidores nessa modalidade de financiamento e, ainda que seja considerada uma inovação disruptiva, é preciso considerar os riscos envolvidos para investidores. A título de exemplo, as facilidades oferecidas pela internet, um dos principais atrativos do crowdfunding, aumentam a vulnerabilidade e as falhas de segurança.

²¹ Atualmente, os mercados de empréstimos peer-to-peer, equity e crowdfunding são tão pequenos que não representam um risco sistêmico imediato, contudo, levantam questões significativas de proteção ao investidor, especialmente em relação aos investidores de varejo. (tradução nossa).

O sucesso da operação está vinculado muito mais ao empreendedor do que ao investidor. Enquanto o investidor contribui com recursos financeiros para o projeto, é o empreendedor quem se responsabiliza por alcançar seus objetivos. A responsabilidade pelo êxito do empreendimento recai sobre o empreendedor, que deve conduzir o projeto de forma eficaz para cumprir as metas estabelecidas.

O fator "risco" assume um papel importante na avaliação de investimentos e, quando considerado de forma adequada, é capaz de prevenir fraudes que poderiam comprometer o projeto, dependendo de sua dimensão e impacto financeiro.

Os principais desafios relacionados à operação incluem:

- a) fragilidades na divulgação de informações, facilitando a ocorrência de fraudes nas campanhas;
- b) anonimato nas operações;
- c) regulamentação ainda incipiente, que não mitiga a maioria dos riscos;
- d) a novidade dessa alternativa, que ainda não é amplamente difundida no ambiente de investimentos;
- e) o rápido crescimento da operação, que pode não ter permitido a adaptação e a prevenção de falhas sistêmicas ao longo de seu desenvolvimento.

A relação 'risco x investimento' é ainda mais impactante em projetos e/ou empresas que estão na fase inicial de vida, pois a má gestão financeira, que ocorre com maior frequência nas empresas de pequeno porte, além da incompetência na gestão dos projetos, podem levá-las à falência.

Segundo Kirby e Worner (2014, p. 10), “[...] these businesses are inherently much more risky as an investment, with market intelligence indicating that there is a 50% chance of a start-up folding in the first 5 years of existence”.²²

A desinformação também pode gerar um grave problema para o investidor do crowdfunding imobiliário no momento de selecionar o empreendimento do qual irá participar, com base nas informações divulgadas pela plataforma eletrônica de investimentos (Belleflamme; Lambert, 2016).

²² [...] esses negócios são inerentemente muito mais arriscados como investimento, com a inteligência de mercado indicando que há 50% de chance de uma startup falir nos primeiros 5 anos de existência. (tradução nossa).

O fato de a escolha ser realizada com base nas informações disponíveis, e até mesmo padronizadas pela legislação, não significa que ela não seja equivocada ou induzida ao erro, pois tanto o empreendedor quanto a plataforma eletrônica podem agir de modo oportunista e tendencioso.

Os riscos cibernéticos enfrentados são os mesmos de outros setores da economia e, constantemente, são colocados à prova em questões como segurança da informação, fraudes e ataques cibernéticos.

Kirby e Worner (2014, p. 12) acreditam que “[...] from overloading the platform’s infrastructure, to confusing accounts and/or identity theft. The platform’s creators may need to ensure they have enough technical expertise to prevent such cyber-security issues”.²³

A baixa liquidez contratual impacta a confiança do investidor, que se torna mais criterioso ao apoiar campanhas de crowdfunding imobiliário, uma vez que precisará aguardar o término do contrato para ser restituído.

Outro ponto que merece destaque é a ausência de uma proteção financeira específica para mitigar os riscos operacionais, como por exemplo, a inexistência do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), cuja finalidade é proteger depositantes e investidores, além de contribuir para a manutenção da estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e para a prevenção de crises sistêmicas (BACEN, 2023).

As operações de crowdfunding, por serem atividades que, não raro, são realizadas sem que exista uma legislação específica de controle, geram maior insegurança e desconfiança por parte do investidor. Por essa razão, a criação de um marco regulatório próprio oferece maior segurança aos investidores. A exemplo, a Jumpstart Our Business Startups Act III (JOBS Act III), nos Estados Unidos, e a Instrução nº CVM 88/2022, no Brasil, formuladas especificamente para o controle dessas operações, evidenciou em suas publicações constante evolução nos números de campanhas e arrecadações.

Após ampla pesquisa junto aos seus membros, a International Organization of Securities Commissions (IOSCO) divulgou, em 2015, os principais aspectos que as leis de cada país

²³ “[...] desde sobrecarregar a infraestrutura da plataforma até confundir contas e/ou roubo de identidade. Os criadores da plataforma podem precisar garantir que possuem conhecimento técnico suficiente para evitar tais problemas de segurança cibernética” (tradução nossa).

deveriam abordar no que se refere à regulamentação do crowdfunding de investimentos, organizando-os em quatro temas centrais: plataformas, emissores, transparência e investidores.

O estudo conduzido pelo World Bank e pelo CAAF (2019) revelou que, em média, dos 16 requisitos avaliados em países que possuem alguma legislação voltada à regulamentação das operações de crowdfunding, somente 62% aderem a todos os itens. Ademais, apenas 53% das plataformas de investimento trabalham ativamente para minimizar o potencial de falhas relacionadas às questões de segurança operacional.

Um ponto positivo destacado foi a garantia de comunicação precisa entre tomadores e plataformas, com 100% de adesão na amostra verificada, o que demonstra uma preocupação significativa em criar campanhas que ofereçam boa comunicação para todos os envolvidos.

A inexperiência da maior parte dos investidores é a principal razão para a preocupação com a regulamentação. A legislação deve existir para promover um mercado funcional, eficiente e transparente, sem obstruir o acesso aos investimentos por incompatibilidades financeiras ou não financeiras.

Por isso, conciliar crescimento com segurança e proteção dos investidores deve ser uma prioridade das autoridades regulatórias, garantindo equidade para todos os participantes do mercado.

O risco de desenvolvimento imobiliário em operações de crowdfunding está diretamente relacionado ao fato de que os projetos, geralmente, estão na fase inicial de construção ou ainda nem começaram, o que traz várias incertezas ao longo do período de investimento e potencializam o risco de investir no negócio.

Durante seu desenvolvimento, o projeto está sujeito a desafios como atrasos, aumentos imprevistos nos custos de materiais e mão de obra, dificuldades com licenças e aprovações regulamentares, além de potenciais mudanças nas condições do mercado imobiliário. Todos esses fatores deixam os investidores expostos à inadimplência e à falta de pagamentos por parte dos empreendedores.

A natureza das operações de crowdfunding – que permite investimentos em fases de pré-lançamento ou construção – expõe os investidores a um maior nível de incerteza comparado a projetos prontos ou com fluxo de receita estável. Dessa forma, é fundamental que as operações sejam estruturadas a partir do uso de mecanismos de mitigação de riscos, como

garantias e avaliações periódicas do andamento das obras para proteger os investidores de eventuais problemas de desenvolvimento que possam impactar o retorno financeiro.

O primeiro e mais significativo é o risco de crédito, que se refere à capacidade de pagamento dos tomadores de recursos, um pilar essencial, e sua eficácia depende de técnicas rigorosas de análise dos empreendedores e dos projetos. Instrumentos de crédito como Debêntures, CRI e CCB são comumente utilizados e permitem a estruturação da dívida, de modo a reduzir a exposição do investidor a perdas totais. A estrutura das operações deve estar atenta a critérios rigorosos de análise de crédito, que considerem a capacidade de pagamento do tomador e as garantias associadas, minimizando a possibilidade de inadimplência e mitigando o risco para o investidor.

As plataformas de crowdfunding podem aplicar mecanismos adicionais de proteção, como regras de subordinação e tranches de risco, dividindo o investimento em níveis com diferentes perfis de risco. Por exemplo, alguns investimentos podem adotar um modelo de "renda teto" para limitar ganhos e perdas, ou "regra mista", que combina segurança e potencial de retorno. Tais mecanismos oferecem proteção parcial ao capital investido e ajudam a estruturar o risco, de modo que investidores de menor porte estejam parcialmente resguardados em caso de inadimplência ou redução de receita dos projetos.

A atual legislação exige que as plataformas sigam regras específicas para registro, captação e oferta de valores mobiliários, assegurando que os direitos dos investidores sejam protegidos e que a gestão dos recursos seja feita de maneira transparente e adequada. Esses elementos, além de trazerem segurança, aumentam a confiabilidade das operações de crowdfunding de maneira geral.

Com base nesse cenário de incertezas, este capítulo busca explorar os mecanismos de proteção operacional comumente exigidos pelas plataformas e operadoras de crédito que participam das campanhas e estruturam as operações. Além disso, os casos reais extraídos de campanhas publicadas pelas plataformas de investimentos consultadas são analisados com o intuito de demonstrar a profundidade de proteção e tratativa sobre o risco em cada situação. Para tanto, foram avaliadas minutas contratuais e documentos de prospecção do investimento divulgados nas campanhas e que citam as garantias aplicadas nos projetos avaliados.

3.1.1 Garantias estruturadas

As operações de crowdfunding imobiliário foram estruturadas para garantir o lastro das campanhas e mitigar ao máximo o risco das operações em si. Como visto no Capítulo 2, seção 2.4, as garantias mais comuns são:

- **Aval de Pessoa Física:** garantia pessoal oferecida por um indivíduo, normalmente um sócio ou responsável pelo projeto, que se compromete a honrar a dívida caso o tomador do crédito não consiga cumprir com suas obrigações.
- **Aval de Pessoa Jurídica:** similar ao aval de pessoa física, no entanto, é fornecido por uma empresa — que pode ser uma controladora ou uma entidade parceira do projeto; nesse caso, a empresa garante o pagamento da dívida se o tomador não puder cumpri-la. Esse tipo de aval é bastante vantajoso para o credor, pois adiciona o respaldo financeiro e patrimonial de uma pessoa jurídica ao projeto, especialmente relevante em operações de maior valor ou em situações em que a SPE possui menos capital próprio.
- **Alienação Fiduciária das Quotas da SPE:** ocorre quando o empreendedor transfere temporariamente a propriedade das quotas da SPE — criada para desenvolver o projeto imobiliário — ao credor. Caso o tomador de crédito não cumpra as obrigações, o credor poderá tomar o controle da SPE e, conseqüentemente, do empreendimento.
- **Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios:** é uma garantia em que o tomador de crédito (como a SPE) cede ao credor os direitos de recebíveis futuros, como valores provenientes da venda de unidades imobiliárias ou de aluguéis. Essa cessão pode ser usada para garantir o pagamento das obrigações financeiras em caso de inadimplência, pois permite ao credor acessar os fluxos de caixa do empreendimento diretamente. É um tipo bastante vantajoso em empreendimentos que já possuem compromissos de compra ou contratos de aluguel, oferecendo maior previsibilidade de retorno para o credor.
- **Hipoteca em Imóvel das Unidades Imobiliárias:** trata-se de uma garantia real na qual o próprio imóvel ou as unidades do empreendimento são dadas como garantia ao credor. Caso o tomador não honre a dívida, o credor tem o direito de executar a hipoteca, leiloando o bem para recuperar o capital investido. A hipoteca é uma das formas mais tradicionais e robustas de garantia em financiamentos imobiliários, uma vez que o credor tem direito sobre o ativo físico, aumentando a segurança da operação,

principalmente em projetos imobiliários em que o imóvel em desenvolvimento é o principal ativo.

Apesar de todos os mecanismos de proteção existentes para as operações avaliadas, a dependência do sucesso do empreendimento sempre prevalecerá sobre qualquer mecanismo de proteção, ou seja, se o projeto falhar ou se o mercado imobiliário não reagir conforme o previsto, os créditos poderão não ser suficientes para remunerar os investidores, resultando em perdas significativas no investimento.

Outro fator significativo diz respeito à desvalorização das quotas colocadas como garantia, como é o caso dos Certificados de Recebíveis Imobiliários. Embora a alienação fiduciária das quotas sirva efetivamente como garantia, o valor dessas quotas pode ser impactado por dificuldades na execução do projeto ou pela desvalorização dos ativos do empreendimento. Em um cenário de mercado desfavorável, sua venda para recuperação do valor investido pode ser insuficiente, aumentando o risco de prejuízo.

Considerando ainda a possibilidade de insucesso, de forma complementar e subsequente, podem ocorrer situações em que a execução das garantias necessite de trâmites jurídicos longos, afetando os custos das quotas. Em casos extremos, devem ser consideradas multas e despesas processuais, impactando as conclusões e transferências aos investidores. Esses custos adicionais podem desvalorizar os resultados e, conseqüentemente, as remunerações dos investidores.

Portanto, mesmo que as operações de crowdfunding tenham evoluído significativamente e se estruturado de maneira favorável para investidores e empreendedores, sua eficácia ainda depende intrinsecamente do sucesso do empreendimento imobiliário subjacente. Se o empreendimento demonstrar robustez, a partir de fatores como vendas, custos e localização, as garantias oferecidas serão igualmente sólidas, contudo, se houver falhas na execução ou no desempenho do projeto, mesmo as melhores garantias poderão ser insuficientes para mitigar os riscos envolvidos, resultando em prejuízos para os investidores. Dessa forma, a relação entre as garantias e o risco de operações de crowdfunding é direta e fundamental para a segurança e a viabilidade das operações.

3.2 O RISCO DO EMPREENDEDOR

Como visto ao longo da discussão formatada nesta dissertação, o crowdfunding imobiliário tem se destacado como uma alternativa inovadora e eficiente para a captação de recursos no setor imobiliário, no entanto, essa modalidade de funding também apresenta desafios significativos. Ao se comprometerem com campanhas de crowdfunding, os agentes assumem riscos que podem impactar diretamente a viabilidade e o equacionamento de fundos do empreendimento a ser estruturado.

A implantação de empreendimentos no setor imobiliário (real estate) apresenta desafios que, quando condicionados por um ambiente de incertezas relacionado aos prazos e custos envolvidos, expõem os projetos a uma série de riscos ao longo de seu ciclo de implantação.

Sob a ótica do empreendedor, ou seja, do tomador de crédito, o financiamento coletivo exige a captação de recursos junto a muitos investidores, cada um contribuindo com um valor previamente acordado. Esse modelo, além de aumentar a complexidade da obtenção do capital necessário, impõe o desafio de manter a confiança dos investidores ao longo do desenvolvimento do projeto.

Adicionalmente, o empreendedor assume uma dívida com os investidores que deve ser honrada em sua totalidade, mesmo em casos de prejuízos ou resultados abaixo do esperado, decorrentes de fatores externos à operação.

Por essa razão, a adoção de métodos avançados de gestão de risco é fundamental para lidar com a complexidade e a volatilidade inerentes aos projetos de real estate, conforme reforçado por Silva (2013). Esses métodos permitem uma análise mais detalhada e abrangente dos riscos envolvidos, facilitando a elaboração de estratégias eficazes de mitigação e o gerenciamento adequado das incertezas

Os sistemas tradicionais de planejamento, gestão e controle operacional frequentemente utilizados no mercado brasileiro precisam evoluir para atender às demandas de um ambiente de negócios cada vez mais dinâmico e incerto. Sendo assim, no contexto do crowdfunding imobiliário, os riscos enfrentados pelos tomadores de crédito são potencializados pelas mesmas incertezas que afetam os empreendimentos tradicionais.

O tomador de crédito, ao optar pelo financiamento coletivo, depende de muitos investidores, cada um contribuindo com uma quantia financeira sob condições previamente acordadas. Essa situação aumenta a complexidade e o risco, seja para a obtenção do capital

necessário ou para a manutenção da confiança dos investidores ao longo do desenvolvimento do projeto.

Além disso, o tomador de crédito deve garantir que a comunicação e a transparência sejam mantidas com todos os participantes da campanha de crowdfunding, o que pode se tornar um desafio relevante quando comparado à gestão de relacionamentos com um pequeno grupo de investidores.

Compreender e mitigar os riscos do crowdfunding é fundamental para o empreendedor, que assume a responsabilidade pela captação de recursos nessa modalidade. Reduzir sua exposição aos riscos torna-se uma tarefa desafiadora, mas essencial para aumentar as chances de sucesso de seus projetos.

O presente estudo, realizado para identificar os riscos enfrentados pelos empreendedores, fundamenta-se nas práticas de gestão de riscos do Project Management Body of Knowledge Guide (PMBOK Guide), conforme as diretrizes do Project Management Institute (PMI, 2021). Nesse contexto, buscou-se identificar e qualificar os riscos considerando as características inerentes ao crowdfunding imobiliário, proporcionando uma compreensão clara sobre o impacto dos riscos e seus comportamentos no estudo de caso.

O Capítulo 4 desta dissertação, que explora o caso prático de um empreendimento imobiliário residencial destinado à venda, conecta-se aos riscos identificados, como por exemplo, o risco financeiro, que será exemplificado nas próximas páginas, ao simular cenários de estresse. O comportamento das variações é demonstrado para proporcionar a visão do empreendedor durante a tomada de decisão.

3.2.1 Identificação dos riscos

Inicialmente, foram definidas três dimensões para subdividir os riscos aqui identificados, proporcionando uma abordagem clara e prática para a análise:

- **Frequência.** Esta dimensão avalia a probabilidade de ocorrência do risco durante a operação. Trata-se de um importante elemento na priorização dos riscos, permitindo que os empreendedores identifiquem os desafios mais prováveis e aloquem recursos para mitigá-los de forma eficiente. A frequência pode ser exemplificada pelo risco de captação insuficiente, que está diretamente ligada ao desempenho da campanha.

- **Magnitude do impacto.** Refere-se às consequências potenciais caso o risco se concretize. A magnitude do impacto deve ser avaliada considerando aspectos financeiros, operacionais e reputacionais, uma vez que suas implicações podem comprometer significativamente a viabilidade do empreendimento.
- **Controlabilidade do empreendedor.** Esta dimensão mede a capacidade do empreendedor de gerenciar ou mitigar o risco identificado. Riscos com maior controlabilidade oferecem maior espaço para estratégias de prevenção e mitigação, enquanto riscos menos controláveis demandam planejamento contingencial e maior resiliência.

A partir dessa aplicação, os riscos identificados foram organizados em oito categorias, a saber:

- a) risco de captação insuficiente;
- b) risco de reputação;
- c) risco financeiro;
- d) risco operacional;
- e) risco regulatório e jurídico;
- f) risco de dependência da plataforma;
- g) risco de mercado;
- h) risco de compliance e transparência.

3.2.2 Análise dos riscos segundo frequência, impacto e controlabilidade

3.2.2.1 *Risco de captação insuficiente*

O risco de captação insuficiente ocorre quando a campanha de crowdfunding não atinge o montante mínimo estabelecido, comprometendo a viabilidade do projeto. A pesquisa de Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2013, p. 15) afirma que “[...] insufficient capital is collected and the game stops. The crowd then receives its money back”, ou “[...] a insuficiência do capital arrecadado paralisa o processo. E os investidores recebem seu dinheiro de volta” (tradução nossa).

A devolução dos valores captados pode gerar custos administrativos adicionais, responsáveis por impactar negativamente o projeto e a reputação do empreendedor. Hornuf e Schwienbacher (2018) abordam diversos aspectos relacionados ao comportamento dos investidores em campanhas de crowdfunding, incluindo as questões que podem gerar desconfiança quando uma campanha não avança. Embora o foco principal desse artigo seja entender os mecanismos de mercado e as dinâmicas de financiamento, há discussões sobre a importância da confiança dos investidores e como a percepção do empreendedor pode afetar a decisão de investir.

Na sequência, o Quadro 1 traz uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco de captação insuficiente.

Quadro 1 – Risco de captação insuficiente

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Varia conforme a atratividade do projeto e a eficácia ao longo da campanha
Magnitude do Impacto	Pode inviabilizar o projeto por falta de recursos ou gerar custos adicionais
Grau de Controlabilidade	Dependente de uma campanha bem planejada e da implementação de estratégias eficazes de marketing

Fonte: O autor (2025)

3.2.2.2 Risco de reputação

A reputação é um ativo crítico para empreendedores que utilizam o crowdfunding imobiliário. Problemas como atrasos na entrega do projeto, qualidade inferior àquela prometida ou insatisfação dos investidores por resultados diversos, como por exemplo, de vendas abaixo do esperado, podem comprometer seriamente sua imagem.

Para tanto, parte-se do uso de ferramentas que auxiliam na mitigação desse tipo de risco, como garantir a transparência nas informações, além de uma comunicação proativa para estreitar os canais de diálogo com os investidores.

O Quadro 2 apresenta uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco de reputação.

Quadro 2 – Risco de reputação

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Varia de acordo com intensidade do relacionamento entre empreendedor e investidores
Magnitude do Impacto	Pode comprometer futuras captações e a credibilidade do empreendedor para aprovações de novas campanhas no crowdfunding imobiliário
Grau de Controlabilidade	É mitigado por meio de uma boa comunicação e da execução eficiente do projeto

Fonte: O autor (2025)

3.2.2.3 Risco financeiro

Empreendedores do crowdfunding imobiliário estão expostos a altos riscos financeiros e que podem impactar diretamente os pagamentos dos montantes arrecadados. O aumento nos custos de materiais ou mudanças nas condições econômicas são exemplos de fatores que podem impactar negativamente o resultado financeiro do projeto.

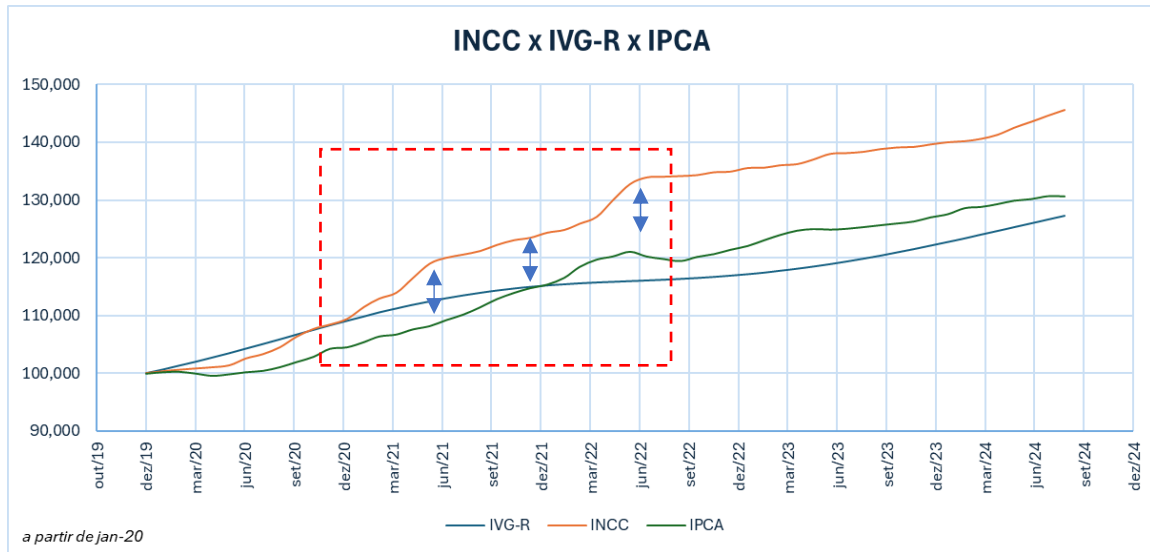
Nesse contexto, o empreendedor assume a responsabilidade de restituir o capital investido e pagar os rendimentos acordados, mesmo que a rentabilidade projetada do empreendimento não seja alcançada.

Na sequência, a Figura 8 demonstra o deslocamento do índice da construção com relação aos demais índices avaliados, a partir dos índices:

- a) Índice Nacional da Construção Civil (INCC);
- b) Índice de Valor de Garantias Reais (IVG-R)²⁴;
- c) Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que mede a inflação do país.

²⁴ Estima a tendência de preço de longo prazo dos valores de imóveis residenciais no Brasil utilizando informações do Sistema de Informações de Crédito (BACEN, 2025). Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/21340-indice-de-valores-de-garantia-de-imoveis-residenciais-financiados-ivg-r>. Acesso em: 25 jan. de 2025.

Figura 8 – Inflação dos índices apurados no período – INCC, IPCA e IVG-R



Fonte: BACEN (2025) e FGV (2025)

O Quadro 3, por sua vez, traz uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco financeiro.

Quadro 3 – Risco financeiro

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Pode ocorrer em função das variações de custos de construção e de mercado
Magnitude do Impacto	Pode inviabilizar a entrega ou o retorno esperado ao término do projeto
Grau de Controlabilidade	Exige planejamento financeiro robusto e contingências

Fonte: O autor (2025)

3.2.2.4 Risco operacional

O risco operacional compreende problemas logísticos, atrasos na construção e aumentos nos custos de execução por falhas diversas, todos intrínsecos ao setor imobiliário. Segundo Geltner, Meyer e Kalinowski (2007), uma gestão operacional eficiente e o monitoramento rigoroso das etapas do projeto são fundamentais para mitigar esses riscos, especialmente em empreendimentos financiados de maneira colaborativa.

Os riscos operacionais são inerentes à execução de projetos imobiliários e abrangem desde atrasos na construção até problemas logísticos e aumento nos custos. Por exemplo, uma

construtora que enfrenta escassez de materiais no mercado pode ter seu cronograma impactado, resultando em custos adicionais e na necessidade de recorrer a recursos próprios para honrar compromissos com os investidores do crowdfunding imobiliário.

Uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco operacional pode ser observada no Quadro 4.

Quadro 4 – Risco operacional

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Ocorre por problemas de execução e são bastante comuns neste segmento
Magnitude do Impacto	Afeta diretamente a qualidade e os resultados do projeto
Grau de Controlabilidade	Depende diretamente da gestão e competência na equipe de obra

Fonte: O autor (2025)

3.2.2.5 Risco regulatório e jurídico

O cumprimento das normas e regulamentos estabelecidos por órgãos como a CVM é imprescindível para evitar penalidades e interrupções no projeto. Belleflamme e Lampert. (2016, p. 2) destacam: "There is thus an urgent need for the adoption of an appropriate regulatory framework concerning the sale of securities, as well as investor and consumer protection", ou "Há, portanto, uma necessidade urgente de adoção de um quadro regulatório apropriado para a venda de valores mobiliários, bem como para a proteção de investidores e consumidores" (tradução nossa).

Além do mais, conflitos legais e atrasos na obtenção de licenças podem impactar negativamente os cronogramas e a viabilidade financeira dos projetos. Esses fatores reforçam a necessidade de uma análise jurídica detalhada na fase de planejamento para garantir o alinhamento às exigências regulatórias e evitar sanções que possam comprometer o empreendimento.

O Quadro 5 apresenta uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco regulatório de jurídico.

Quadro 5 – Risco regulatório e jurídico

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	O empreendedor deve seguir as normas vigentes para iniciar as campanhas, caso contrário, não serão aprovadas / liberadas para serem iniciadas
Magnitude do Impacto	Pode gerar multas e paralisação do projeto
Grau de Controlabilidade	Mitigado mediante a contratação de consultorias jurídicas

Fonte: O autor (2025)

3.2.2.6 Risco de dependência da plataforma

Outro ponto de atenção é o risco da dependência da plataforma de crowdfunding, que atua como intermediária essencial no processo de captação de recursos. Problemas técnicos, falhas de segurança ou até mesmo dificuldades na sua gestão podem comprometer a comunicação com os investidores e o acesso aos recursos.

Uma plataforma que sofra um ataque cibernético, por exemplo, pode gerar atrasos na liberação dos recursos captados, prejudicando o andamento do projeto e gerando desconfiança. Dessa forma, Mollick (2014) destaca a importância de escolher plataformas confiáveis e estabelecer mecanismos de contingência para mitigar esse tipo de risco.

A seguir, o Quadro 6 apresenta as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco da dependência da plataforma:

Quadro 6 – Risco da dependência da plataforma

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Pode ocorrer por conta de problemas de infraestrutura e mecanismos de segurança cibernética na plataforma, mas são raros
Magnitude do Impacto	Atrasos no acesso aos recursos podem prejudicar o projeto, mas a análise da competência prévia das plataformas pode mitigar esse problema
Grau de Controlabilidade	Requer seleção cuidadosa da plataforma para garantia da boa operação

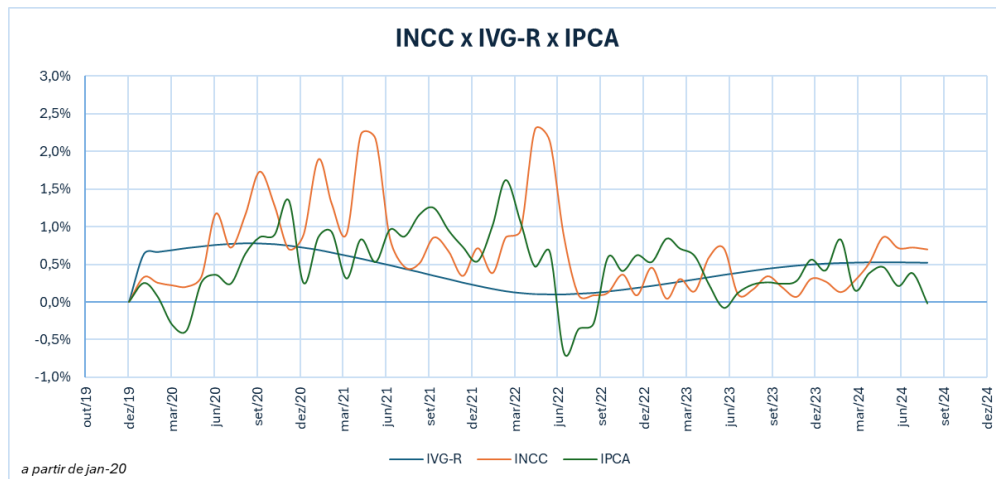
Fonte: O autor (2025)

3.2.2.7 Risco de mercado

No âmbito macroeconômico, o risco de mercado também se apresenta como um desafio relevante. Mudanças nas condições econômicas, como variações nas taxas de juros ou recessões, impactam diretamente a viabilidade dos projetos imobiliários, uma vez que o setor imobiliário é altamente sensível a flutuações econômicas e empreendedores devem estar preparados para adaptar seus projetos a essas condições.

A Figura 9, a seguir, exemplifica as variações mensais na apuração dos índices INCC, IVG-R e IPCA para avaliar o comportamento e volatilidade de cada um.

Figura 9 – Variações mensais dos índices – INCC, IPCA e IVG-R



Fonte: BACEN (2025) e FGV (2025)

Os dados apresentados sobre as variações mensais dos índices INCC, IVG-R e IPCA exibem comportamentos distintos em termos de volatilidade, refletindo diretamente os riscos e impactos no mercado imobiliário.

- INCC

O INCC apresenta oscilações mensais significativas, com picos que ultrapassam 2,0% em meses específicos (por exemplo, maio de 2022), refletindo a vulnerabilidade do setor da construção civil a fatores como inflação, variação cambial e custos de materiais.

Como visto anteriormente, o aumento no INCC eleva diretamente os custos das obras, afetando o orçamento de empreendedores e reduzindo margens de lucro. No crowdfunding imobiliário, essas variações podem comprometer a execução de projetos e prejudicar o retorno esperado pelos investidores.

- IVG-R

O IVG-R mostra flutuações mais estáveis, variando entre 0% e 0,5% ao mês nos últimos anos, refletindo o comportamento de preços dos imóveis residenciais influenciado pela oferta, demanda e condições de financiamento habitacional.

Esse índice é sensível às condições econômicas gerais, como taxas de juros e acesso ao crédito, e é utilizado para identificar tendências de alta ou queda dos preços dos imóveis vendidos no Brasil. Logo, trata-se de um indicador de aquecimento no mercado imobiliário, influenciando diretamente na atratividade dos investimentos imobiliários e, conseqüentemente, o interesse em campanhas de crowdfunding.

- IPCA

O IPCA apresenta variações amplas, com momentos de deflação, como em julho de 2022, de -0,7%, e picos inflacionários superiores a 1,5% em março de 2022. Isso reflete a inflação geral da economia, afetando insumos e serviços.

A inflação elevada impacta os custos de materiais e serviços de construção, além do poder de compra dos consumidores, e projetos imobiliários podem se tornar menos acessíveis, reduzindo a demanda e criando riscos financeiros para empreendedores.

Na sequência, o Quadro 7 é apresentado para demonstrar a oscilação dos índices durante o período analisado.

Quadro 7 – Comparativo entre inflações simuladas

Índices	Média mensal 2020-2024	Picos observações	Observações
INCC	0,8%	2,3% (mai/22)	Aumento de custos e compressão de margens
IVG-R	0,5%	0,3% (jul/20)	Valorização estável, mas sensível ao crédito.
IPCA	0,6%	1,6% (mar/22)	Afeta preços gerais e insumos de construção.

Fonte: O autor (2025)

A volatilidade do INCC, do IVG-R e do IPCA evidencia a complexidade e os riscos do mercado imobiliário, uma vez que esses índices refletem a interação entre custos, demanda e condições macroeconômicas.

Nesse contexto, o empreendedor precisar utilizar mecanismos complexos para desenvolvimento do projeto, como mecanismos de mitigação na variação dos preços, estratégias corporativas como contratações mais complexas etc.

O Quadro 8 traz uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco de mercado.

Quadro 8 – Risco de Mercado

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Depende de fatores econômicos externos e imprevisíveis, que acontecem com frequência
Magnitude do Impacto	Pode reduzir a rentabilidade e inviabilizar o projeto, a depender da intensidade
Grau de Controlabilidade	Mitigado apenas por um planejamento flexível e com certa diversificação de riscos para pulverizar seu peso no projeto

Fonte: O autor (2025)

3.2.2.8 Risco de compliance e transparência

Por fim, o risco de compliance e transparência está diretamente relacionado à confiança dos investidores. Falhas na comunicação ou na divulgação de informações podem gerar desconfiança, resultando em potenciais litígios e comprometendo a reputação do empreendedor. Por exemplo, a ausência de atualizações regulares sobre o andamento do projeto pode ser interpretada como negligência, dificultando futuras captações.

Conforme disposições da Resolução CVM nº 88/2022, o empreendedor deve cumprir uma série de documentações e relatórios para cumprir um papel de transparência aos investidores.

O Quadro 9, a seguir, apresenta uma reflexão sobre as dimensões avaliadas e suas práticas para mitigação do risco de compliance.

Quadro 9 – Risco de compliance

Dimensão avaliada	Observação
Frequência Esperada	Depende da estrutura de comunicação do empreendedor
Magnitude do Impacto	Pode gerar litígios e comprometer futuras captações
Grau de Controlabilidade	Mitigado com boa gestão de comunicação e de relatórios regulares

Fonte: O autor (2025)

As classificações verificadas fornecem uma abordagem sistemática e objetiva para priorização e mitigação dos riscos envolvidos, contribuindo para o sucesso das campanhas de crowdfunding imobiliário quando utilizadas com o intuito de avaliar previamente as condições a serem assumidas.

O empreendedor deve cumprir suas obrigações para obter o sucesso previamente planejado, caso contrário, os impactos passarão a reduzir os resultados, podendo até gerar problemas graves, como ações judiciais e elevados custos na operação.

4 O ESTUDO DE CASO

Com base nas abordagens do capítulo anterior relacionadas à preocupação do empreendedor em mitigar os riscos assumidos na operação, este estudo inicia a análise de um caso hipotético. O objetivo é equilibrar o fluxo de receitas e despesas do negócio, para demonstrar os vetores da equação de fundos em um empreendimento imobiliário destinado à venda.

O caso proposto avalia os riscos existentes e exemplifica no modelo os cenários criados para explorar as variações dos resultados, com o intuito de demonstrar a qualidade do projeto.

A análise explora o uso de mecanismos de funding, tais como recursos próprios, financiamento à produção e crowdfunding imobiliário, para reduzir a exposição de caixa e valor total dos investimentos necessários ao seu desenvolvimento.

O modelo conta com a criação de dois cenários referenciais e um cenário crítico, denominado cenário estressado, e avalia os resultados dos indicadores de qualidade relacionados ao empreendimento.

A percepção de risco, associada ao equacionamento dos fundos, fornece importantes informações ao empreendedor, que analisa e escolhe o melhor cenário para direcionar as fontes de recursos e equalizar suas receitas ao longo do ciclo de desenvolvimento do projeto.

O capítulo se encerra com a apresentação de um quadro comparativo entre os resultados dos cenários referenciais e estressados, além de uma análise sobre os valores simulados, visando qualificar as melhores e piores alternativas no investimento do modelo criado.

4.1 A ESTRUTURAÇÃO DOS DADOS PARA CONSTRUÇÃO DO MODELO SIMULADO

A construção dos modelos apresentados neste capítulo está pautada na combinação de parâmetros técnicos amplamente utilizados no mercado imobiliário brasileiro, especialmente em empreendimentos voltados para venda e alinhados às práticas observadas em campanhas de crowdfunding.

Para garantir aderência à realidade e permitir a replicabilidade do estudo por acadêmicos e profissionais do setor, adotou-se um conjunto de premissas fundamentadas em fontes públicas e técnicas, coletadas a partir dos dados divulgados pelo Secovi-SP.

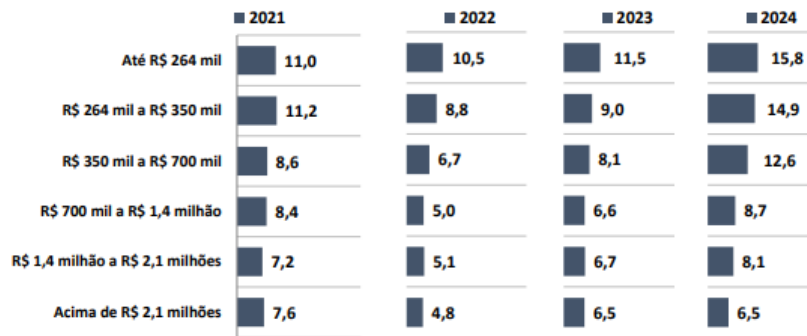
O caso ora estudado simula a concepção de um empreendimento de altíssimo padrão, enquadrado na faixa de imóveis acima de 180 m² de área privativa, para demonstrar os modelos mais sensíveis aos riscos operacionais exemplificados no capítulo anterior deste estudo.

Os projetos com maior Valor Geral de Vendas (VGV²⁵) e elevados custos de construção tendem a demandar estruturas financeiras mais complexas, favorecendo uma análise mais clara dos mecanismos de mitigação aplicáveis, sem perder a aderência à realidade do mercado de alto padrão.

Baseada nos dados do Anuário do Secovi-SP (2024), a Figura 10 indica que a Velocidade Sobre Oferta (VSO²⁶) mais baixa do mercado paulistano é observada justamente na faixa de imóveis com valores acima de R\$ 2,2 milhões. A lentidão na absorção das unidades amplia os riscos operacionais e compromete a previsibilidade do fluxo de caixa, um componente crítico na estruturação do modelo analisado.

A escolha por desenvolver um empreendimento nesse segmento não ocorreu por acaso: o objetivo foi, justamente, selecionar um cenário mais exposto a pressões financeiras decorrentes de atrasos nas comercializações e variações no cronograma de entrada de receitas.

Figura 10 – Velocidade sobre Oferta (VSO) por faixa de imóveis da cidade de São Paulo



Fonte: Secovi-SP (2024)

²⁵ Valor Geral de Vendas (VGV): indicador utilizado no setor imobiliário para representar o faturamento total esperado com a comercialização de todas as unidades de um empreendimento. É obtido pela multiplicação da quantidade de unidades pelo preço de venda individual de cada unidade, ou pelo valor médio, quando se trata de simulações ou projeções.

²⁶ Velocidade sobre Oferta (VSO): indicador amplamente utilizado no mercado imobiliário que mede o ritmo de vendas de unidades residenciais em relação à oferta disponível. É calculado pela razão entre o número de unidades vendidas no mês e o total de unidades ofertadas no mesmo período. Quanto menor a VSO, mais lenta é a absorção do produto pelo mercado.

4.1.1 Áreas construída e privativa da edificação e faixa de preço do imóvel

O caso simulado neste capítulo apresenta uma área privativa de 185,0 m² por unidade habitacional, enquadrando-se na faixa de 180 m² indicada na classificação do Secovi-SP. O valor de venda de cada unidade será de R\$ 4,3 milhões, resultando em um valor de R\$ 23.500,00 por metro quadrado, compatível, portanto, com empreendimentos de altíssimo padrão em bairros nobres da cidade de São Paulo.

O modelo se insere diretamente na faixa de preço identificada pelo Secovi-SP como a de menor Velocidade sobre Oferta (VSO), o que reforça sua exposição aos riscos de absorção lenta, pressão de caixa e maior dependência de mecanismos financeiros consistentes.

Essa característica torna o cenário ainda mais adequado para a investigação proposta, ao permitir a avaliação dos impactos dos riscos operacionais em empreendimentos reais, com alto grau de complexidade financeira e sensibilidade a variações de mercado.

Além do mais, o modelo de empreendimento criado nesta pesquisa – com 3.700 m² de área construída sobre um terreno de 1.300 m² - resulta em um coeficiente de aproveitamento (CA) de 2,85, ou seja, um valor compatível aos limites urbanísticos da Zona Eixo de Estruturação da Transformação Urbana (ZEU), conforme definido pelo Plano Diretor Estratégico da cidade de São Paulo (São Paulo, 2023).

Embora essa zona permita um CA máximo de 4,0 mediante outorga onerosa²⁷, optou-se por simular um empreendimento com CA inferior em função da tipologia do produto e do posicionamento de mercado. Os projetos de altíssimo padrão costumam priorizar unidades amplas, com baixa densidade de ocupação e alto valor agregado, características que resultam naturalmente em menor índice de aproveitamento construtivo, proporcionando maior privacidade aos inquilinos. Ademais, o modelo adotado privilegia aspectos como valorização do imóvel, por possuir maior área privativa por unidade e relativa exclusividade, alinhando-se às práticas comerciais observadas nesse segmento.

Dessa forma, o CA de 2,85 não representa subutilização da área, mas uma decisão estratégica de produto, coerente com a realidade de empreendimentos voltados ao público de

²⁷ Outorga onerosa: instrumento urbanístico previsto no Plano Diretor Estratégico de São Paulo que permite ao empreendedor construir acima do coeficiente de aproveitamento básico, mediante pagamento à municipalidade. Esse valor é destinado ao Fundo de Desenvolvimento Urbano (FUNDURB) e é calculado com base no excedente construtivo utilizado em relação ao CA básico do lote. A outorga busca equilibrar o adensamento urbano com investimentos em infraestrutura, habitação e mobilidade.

alta renda. Ainda que seja possível maximizar o aproveitamento do terreno até os limites urbanísticos legais, tal decisão nem sempre está alinhada à estratégia de produto.

No segmento de alto padrão, a percepção de valor está frequentemente associada à exclusividade, ao conforto e à privacidade, o que leva incorporadoras a, deliberadamente, adotar índices mais conservadores, mesmo em zonas permissivas. O modelo simulado neste estudo segue essa lógica, assegurando coerência com os padrões mercadológicos e urbanísticos observados em bairros como Itaim Bibi, Jardins e Vila Nova Conceição, todos com características de concentração de imóveis de altíssimo padrão na cidade.

A escolha da área de terreno de 1.300 m² também se alinha às características fundiárias observadas nos bairros de alto padrão da cidade de São Paulo. Nessas regiões, é comum encontrar lotes entre 1.000 m² e 2.000 m² voltados a empreendimentos residenciais com baixa densidade de unidades e alto valor agregado.

Segundo dados da Sistema Estadual de Análise de Dados (SEADE, 2014), a densidade demográfica nesses bairros varia entre 9.500 e 15.000 habitante/km² (hab/km²), refletindo um padrão urbanístico com menor verticalização e grandes áreas privativas. A área de 1.300 m² adotada no estudo, portanto, está em consonância com esse perfil urbano e reforça a aplicabilidade do modelo proposto a contextos reais de desenvolvimento imobiliário em zonas de alto padrão na capital paulista.

4.1.2 Taxas referenciais consideradas

A Taxa Referencial (TR²⁸) apresentou variação acumulada de 1,76% em 2023, 0,81% em 2024 e 0,75% nos cinco primeiros meses de 2025 (jan-mai), conforme dados oficiais do Bacen (2025) analisados via portais de indicadores financeiros, refletindo um cenário de baixa volatilidade.

Dessa forma, a TR utilizada neste estudo foi fixada em 1,5% ao ano, valor que se mantém alinhado ao comportamento histórico da taxa no período entre 2023 e 2025 (Bacen, 2025).

A escolha da taxa de 1,5% ao ano visa representar uma média ponderada coerente com a prática contratual observada no setor imobiliário, sobretudo em operações de financiamento

²⁸ A Taxa Referencial (TR) é um índice de atualização monetária utilizado em contratos de financiamento imobiliário, especialmente no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

à produção vinculadas ao Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Trata-se, portanto, de uma premissa realista, que mantém o modelo de viabilidade aderente às condições efetivas de mercado, sem superestimar os impactos da correção monetária ao longo do ciclo do projeto.

Nesta pesquisa, a taxa de juros adotada para o financiamento à produção foi fixada em 11,00% ao ano, valor compatível com as condições praticadas no mercado imobiliário nacional em operações contratadas com instituições financeiras privadas ou fintechs especializadas em crédito estruturado para SPE.

Nos anos de 2023 a 2025, a taxa média observada para operações fora do SFH tradicional, especialmente aquelas voltadas a empreendedores de pequeno e médio porte, variou entre 10,5% e 12,0% a.a. (Bacen, 2025), conforme demonstrado em estudos de mercado e relatórios técnicos das principais plataformas de crédito à produção.

A adoção dos 11% a.a. como premissa pretende refletir um cenário realista, baseado em taxas de balcão, mantendo coerência com as práticas observadas nos contratos analisados.

4.2 A EQUAÇÃO DE FUNDOS DE UM EMPREENDIMENTO RESIDENCIAL IMOBILIÁRIO DESTINADO À VENDA

O acesso ao financiamento de projetos de desenvolvimento imobiliário ainda enfrenta obstáculos consideráveis. Como visto inicialmente neste estudo, as instituições financeiras tradicionais frequentemente impõem critérios rigorosos para a concessão de empréstimos, limitando o acesso ao crédito, especialmente para desenvolvedores menores, aqueles de pequeno porte e com pouco tempo de vida.

Embora o financiamento tradicionalmente oferecido pelos bancos e instituições financeiras ainda permaneça como a principal fonte de recursos no desenvolvimento imobiliário, o crowdfunding imobiliário surge como uma nova via de funding, especialmente – mas não exclusivamente – nos estágios iniciais de desenvolvimento dos projetos.

O empreendedor deve considerar as necessidades do projeto para equilibrar as contas e alcançar o melhor resultado possível. Complementando o estudo de Porto (2019), que analisa a equação de fundos ao simular o uso de recursos via crowdfunding imobiliário, a abordagem proposta neste capítulo esclarece os impactos da modalidade nos resultados avaliados.

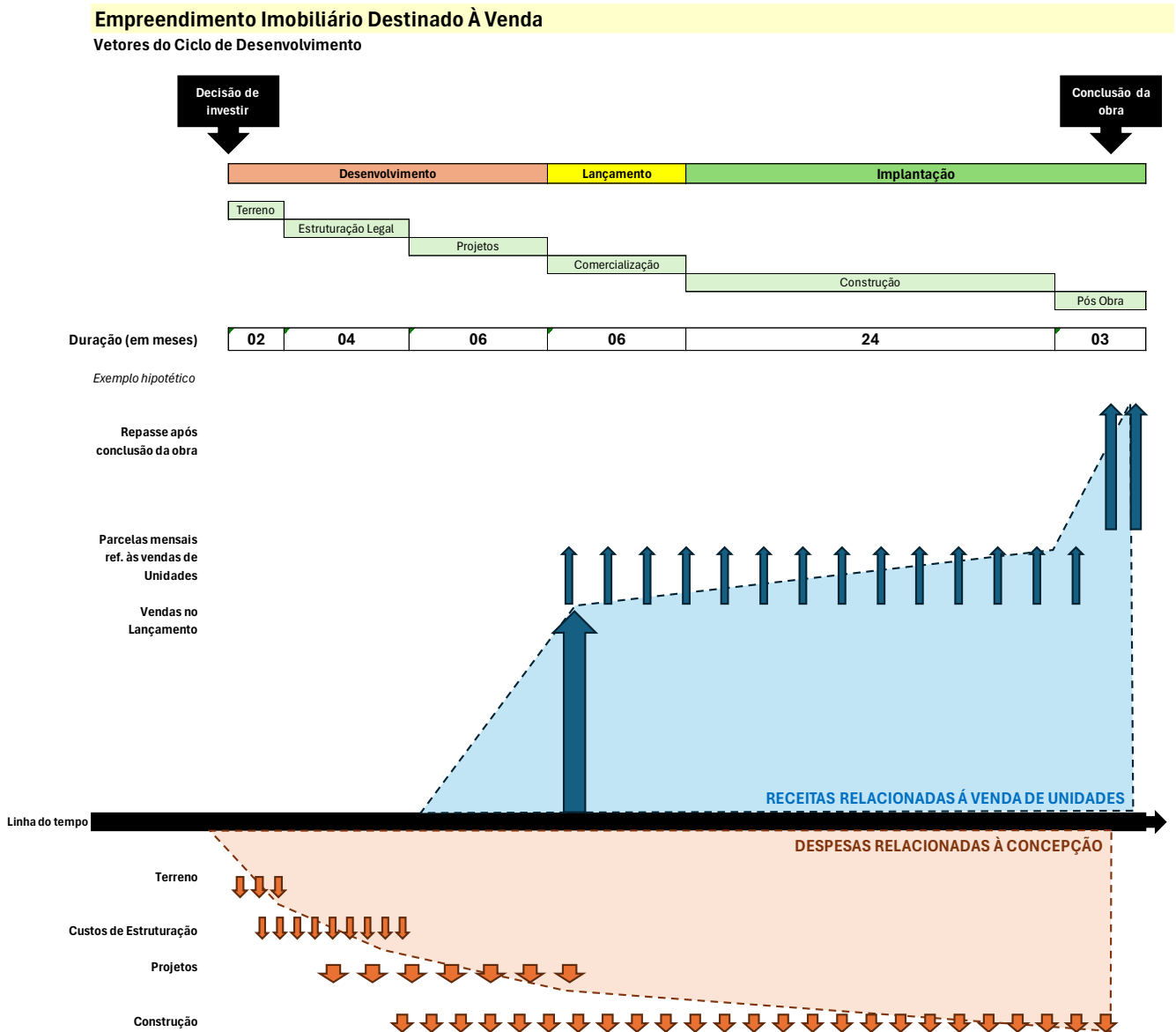
O ciclo médio de desenvolvimento de um empreendimento imobiliário é relativamente longo, podendo durar, em média, de 36 a 60 meses para ser concluído. Durante esse período, o

empreendedor – responsável pelo desenvolvimento do projeto – analisa os vetores de receita e despesa para compreender o comportamento do fluxo de caixa ao longo de todas as suas etapas, desde o desenvolvimento, passando pelo lançamento até a sua conclusão.

Na sequência, a Figura 11 ilustra o ciclo de um empreendimento residencial imobiliário, com prazo de construção de 24 meses e detalhamento dos vetores de receitas e despesas ao longo de todo o período de desenvolvimento do projeto; nele, é possível identificar os períodos para cada etapa, desde o custeio das despesas, a aquisição do terreno, a estruturação da incorporação imobiliária, o desenvolvimento dos projetos executivos e a construção. Adicionalmente, nota-se a entrada dos recursos provenientes das vendas das unidades, configuradas pela receita no fluxo de caixa.

Esses recursos começam a ser recebidos durante o lançamento e o início das vendas, acompanhando a evolução da construção até a sua conclusão. Na fase final ocorre, na maioria dos casos, o repasse das unidades financiadas, ou seja, aquelas comercializadas sem quitação integral ao longo da obra.

Figura 11 – Ciclo de implantação de um empreendimento imobiliário

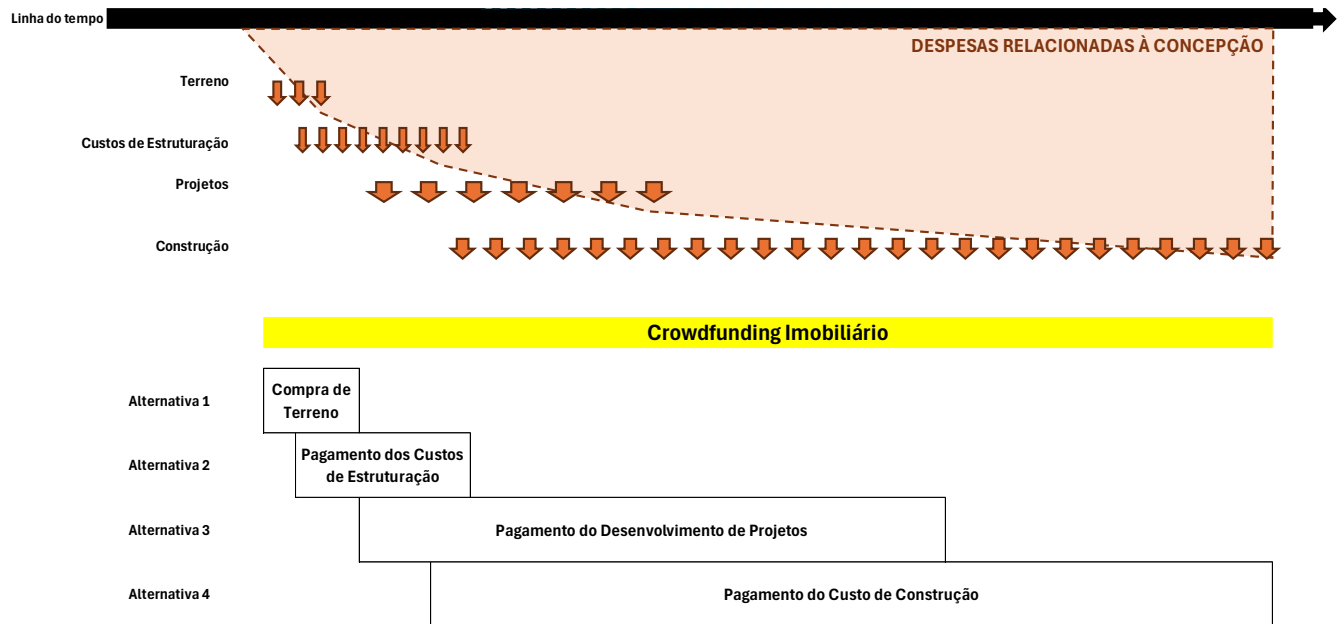


Fonte: O autor (2025)

O empreendedor avalia o fluxo mensurando a necessidade de recursos para a implantação do empreendimento, indicando as fontes para suprimento das despesas analisadas. É nesse momento que surge o crowdfunding imobiliário como alternativa para sustentar o custeio das despesas.

Ainda na avaliação das despesas, a Figura 12 identifica quatro alternativas para utilização do crowdfunding, com o objetivo de suprir as despesas de compra do terreno, estruturação legal, desenvolvimento de projetos executivos ou despesas de obra.

Figura 12 – Exemplos de alternativas de funding via crowdfunding imobiliário



Fonte: O autor (2025)

O empreendedor, embora possa direcionar os recursos para uma das quatro despesas citadas anteriormente, tem a opção de escolher uma combinação diferente, se conveniente. O valor arrecadado por meio do crowdfunding imobiliário deve ser aplicado no custeio das despesas aprovadas na campanha.

Não há restrições para a escolha dessa alternativa: o empreendedor deve apenas estar ciente de que a aprovação da campanha estabelece o modo de alocação dos recursos, evitando que sejam aplicados de forma distinta daquela acordada inicialmente.

A equação de fundos deve refletir todos os cenários, pois precisa demonstrar ao empreendedor o comportamento do fluxo de pagamento dos financiamentos e das fontes contratadas, seja via crowdfunding imobiliário, recursos próprios ou outras fontes, como Fundos de Investimento Imobiliário (FII), por exemplo.

4.3 O CASO

A partir da introdução das informações constantes na seção 4.1, inicia-se a elaboração do Cenário Referencial I, admitindo que o desenvolvimento do projeto aconteça, exclusivamente, por meio do uso de recursos próprios, ou seja, sem fontes externas para auxiliar no custeio das despesas.

Posteriormente, o estudo de caso avançará com a simulação da inclusão do financiamento à produção (FINPRO) para a construção do empreendimento, definido como Cenário Referencial II. As taxas adotadas no modelo podem ser observadas na Tabela 13, indicando os índices utilizados, as taxas de atratividade (TAT) do investidor e as taxas simuladas para a contratação do FINPRO.

Tabela 13 – Arbitragens consideradas no fluxo

Índices	Inflação pelo IPCA (% a.a.)	4,20%
	Inflação pelo INCC (% a.a.)	5,00%
	Inflação pelo índice de mercado - IVG-R (% a.a.)	5,00%
TAT	CDI (% a.a.)	10,50%
	Múltiplo do CDI arbitrado	1,8
	TAT nominal líquida de 15% de impostos (% a.a.)	16,07%
	TAT efetiva acima da inflação medida pelo IPCA (% a.a.)	11,39%
FINPRO	Juros para financiamento a produção (% a.a.)	11,00%
	Saldo devedor será ajustado à Taxa Referencial (TRF) equivalente (% a.a.)	1,50%
	% Financiamento a produção relacionado ao custo orçado de construção	70%

Fonte: O autor (2025)

Os Quadros 10 e 11, por sua vez, apresentam as informações do orçamento da obra, valores de venda, quadros de áreas e meses de início e término de desembolsos considerados nos cenários referenciais.

Quadro 10 – Áreas e informações sobre unidades

Área do Terreno	1.300	m ²	Nº de Unidades	20	unid
Área Privativa (AP)	3.700	m ²	Área de unidades	185	unid
Área Construída (AC)	5.200	m ²	Valor da Unidade	R\$	4.348
AP / AC	0,71				

Fonte: O autor (2025)

Quadro 11 – Dados do empreendimento

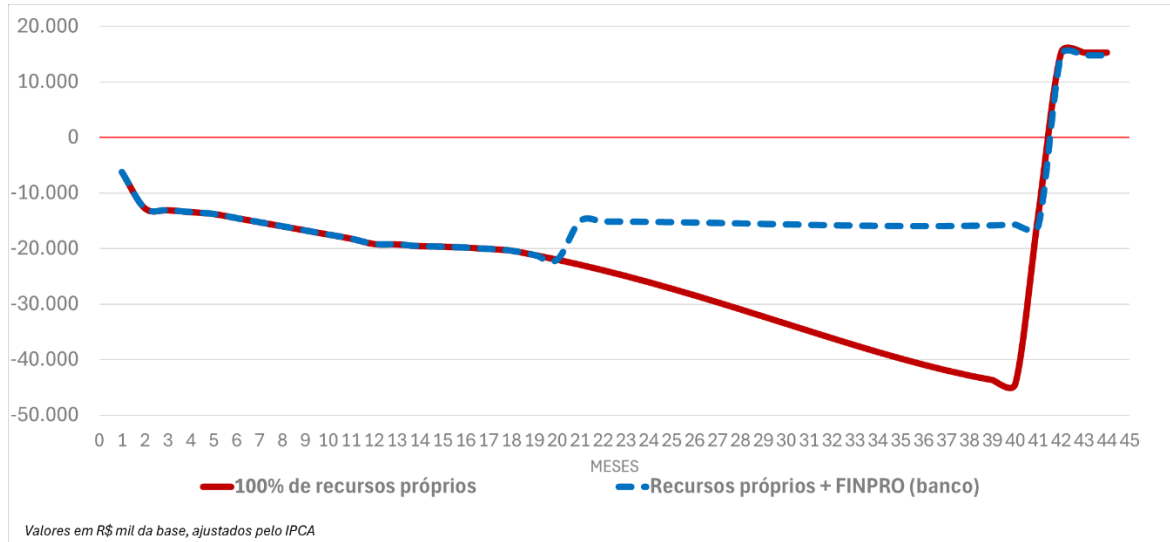
Dados do empreendimento				Cenário Referencial			
Valores em R\$ mil da base, ajustados pelo IPCA							
Itens	Parâmetros			Orçamento Total	Desembolso		
	Sigla	área (m ²)	Custo (R\$ / m ²) ou indicador		Do mês	Até o mês	Duração
Terreno	TERR	1.300	9.500	(12.350)	1	2	2
Construção	ORÇ	5.200	7.500	(39.000)	12	42	31
Projeto	PROJ	5.200	200	(1.040)	6	18	13
Estruturação do emp (x ORÇ)	EST		10%	(3.900)	2	14	13
Gerenciamento de construção (x ORÇ)	GES		6%	(2.340)	6	40	35
Custeio para contas gerais de adm	CGA		3%	(1.759)	1	40	40
Itens	Parâmetros			Valor Total	Desembolso		
	Sigla	área (m ²)	Custo (R\$ / m ²) ou indicador		Do mês	Até o mês	Duração
Preço de Vendas	VGW	3.700	23.500	86.950			
Contas pp&m (xPV), no lançamento	PPM		2%	(1.739)	6	12	7
Contas pp&m (xPV), durante fase de construção	PPM		1%	(609)	12	40	29
Corretagem (xPV)	CORR		5%	(4.348)	14	40	27
Impostos em SPE, Lucro Presumido	IMP		7%	(5.852)	12	40	29
Receita das unidades no período de vendas		10%	8.695		12	18	7
Receitas até as chaves		20%	17.390		19	40	22
Receitas nas chaves		70%	60.865		41	42	2
Custos de Implantação				-60.389			
Receita Líquida de Vendas, excluindo PPM, CORR e RET				74.403			
Resultado do empreendimento				14.014			
Margem sobre vendas (%)				16%			

Fonte: O autor (2025)

4.3.1 Resultados alcançados

A elaboração dos Cenários Referenciais I e II resultou na obtenção do fluxo de caixa simulado para o empreendimento em ambas as situações, conforme se observa na Figura 13.

Figura 13 – Fluxo de caixa simulado nos Cenários Referenciais I e II



Fonte: O autor (2025)

A seguir, são apresentados os dados comparativos dos dois cenários analisados para o empreendimento. O Cenário Referencial I considera a utilização de 100% de recursos próprios, enquanto o Cenário Referencial II incorpora recursos próprios e financiamento FINPRO (70% do custo de construção).

Os indicadores-chave avaliados incluem Margem Líquida, Investimentos, Retorno, Retorno sobre Investimento, Taxa Interna de Retorno (TIR) e Payback. Esses dados permitem uma compreensão detalhada das implicações financeiras e operacionais de cada cenário (Tabela 14).

Tabela 14 – Resultados obtidos nos Cenários Referenciais I e II

	Cenário Referencial I	Cenário Referencial II
Margem Líquida, em %	20,0	19,0
Investimentos, em R\$ mil	44.354	21.999
Retorno, em R\$ mil	59.665	36.562
Retorno / Investimento, em %	34,5	66,2
TIR efetiva, em % a.a.	15,6	18,2
Payback, mês	42	42

Fonte: O autor (2025)

A análise dos dados apresentados na tabela anterior revela importantes insights sobre a qualidade do modelo simulado.

- **Margem Líquida:** O Cenário Referencial I, baseado exclusivamente em recursos próprios, apresenta uma margem líquida de 20,0%; por sua vez, o Cenário Referencial II, que combina recursos próprios e financiamento via FINPRO, registra uma margem ligeiramente inferior, de 19,0%. Embora a diferença seja sutil, os resultados indicam que a inclusão do financiamento externo teve um impacto reduzido na lucratividade líquida.
- **Investimentos:** Os investimentos necessários variam consideravelmente entre os dois cenários. O Cenário Referencial I requer um investimento de R\$ 44.354 mil, enquanto no Cenário Referencial II, esse valor cai para R\$ 21.999 mil. A diferença observada demonstra que o uso de financiamento externo reduz significativamente a necessidade de capital próprio, permitindo a alocação de recursos em outras iniciativas e contribuindo para a mitigação do risco financeiro.
- **Retorno:** O retorno total é maior no Cenário Referencial I, com R\$ 59.665 mil, em comparação com R\$ 36.562 mil do Cenário Referencial II; entretanto, quando a análise volta-se para o retorno sobre investimento, o Cenário Referencial II se destaca com 66,2%, bastante superior aos 34,5% do Cenário Referencial I. Esse resultado enfatiza a eficiência do capital investido quando o financiamento externo é utilizado. As taxas contratadas no financiamento simulado (TR = 1,5% a.a. e juros do financiamento = 11,0% a.a.), ainda que elevadas, não reduziram a eficiência do modelo.
- **Taxa Interna de Retorno:** A TIR efetiva também favorece o Cenário Referencial II, com 18,2% a.a., em comparação com 15,6% a.a. no Cenário Referencial, indicando melhor desempenho, tendo em vista o tempo e o valor do retorno.
- **Payback:** O período de payback é idêntico em ambos os cenários, com 42 meses, sugerindo que, com base no modelo simulado, independentemente da estrutura de financiamento, o tempo necessário para recuperar o investimento inicial permanece constante.

Com base nos resultados avaliados, observa-se que, embora o Cenário Referencial I apresente um retorno total superior, o Cenário Referencial II demonstra maior eficiência em

termos de retorno sobre investimento e TIR, além de exigir, significativamente, menos capital inicial.

Portanto, o Cenário Referencial II pode ser considerado mais atrativo, especialmente para empreendedores que buscam maximizar a eficiência do capital e reduzir a necessidade de aporte próprio.

Ainda que os dados financeiros favoreçam o Cenário Referencial II em termos de eficiência de retorno sobre investimento e TIR, é importante que a decisão entre um cenário e outro não seja pautada somente nesses indicadores, já que a análise de riscos e a sustentabilidade a longo prazo são fatores igualmente importantes que devem ser considerados.

- **Análise de Riscos:** Cada cenário envolve diferentes níveis de risco financeiro, operacional, de mercado e de dependência de financiamento externo, como o financiamento FINPRO e o crowdfunding. Por exemplo, o Cenário Referencial II, por depender de financiamento externo, fica vulnerável a fatores externos, como variações nas taxas de juros e mudanças nas condições de crédito. A gestão dessas incertezas e eventuais adversidades torna-se fundamental para assegurar a estabilidade do empreendimento.
- **Sustentabilidade a Longo Prazo:** A sustentabilidade do projeto deve ser cuidadosamente avaliada e levar em consideração aspectos como a capacidade de manter a confiança dos investidores, a continuidade das operações e a adaptabilidade a mudanças de mercado. Um cenário que oferece alta TIR e retorno não garante um sucesso sustentável de forma automática se os riscos associados não forem bem gerenciados. A estabilidade financeira e a capacidade de enfrentar desafios inesperados são primordiais para o sucesso a longo prazo.

Assim, a definição da estrutura de financiamento e investimento deve considerar não somente os resultados financeiros imediatos, mas uma análise abrangente dos riscos envolvidos. Ao incorporar estratégias de gestão de riscos e sustentabilidade a longo prazo, a escolha se torna mais sólida e resiliente diante das incertezas do mercado.

4.3.2 Inclusão do crowdfunding imobiliário no modelo

A análise dos cenários evolui com a inclusão do crowdfunding imobiliário no Cenário Referencial II, que considera o FINPRO para o financiamento da construção. Esse modelo,

calculado anteriormente, demonstrou resultados mais satisfatórios, além de reduzir a necessidade de investimento por parte do empreendedor.

Para representar o custo de captação via crowdfunding imobiliário, este estudo adota o uso de um múltiplo de 1,8 vezes o CDI²⁹ anual, prática observada em diversas campanhas de financiamento coletivo voltadas ao setor imobiliário, conforme relatórios e ofertas públicas divulgadas pelas principais plataformas do mercado.

Considerando um CDI estimado em 10,5% a.a., a taxa resultante aplicada no modelo é de 18,9% a.a., refletindo a expectativa de retorno dos investidores frente ao risco de crédito, liquidez e ausência de garantias do Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Essa taxa incorpora o comportamento atual do mercado de crowdfunding, onde os investidores demandam prêmios de risco compatíveis com a natureza privada, ilíquida e operacionalmente exposta do setor, especialmente em campanhas estruturadas fora do ambiente regulado por ativos securitizados.

Isto posto, a partir do Cenário Referencial II, serão simuladas duas situações para aplicação da modalidade estudada: a primeira considera o financiamento do terreno e dos projetos, enquanto a segunda simula o financiamento das despesas de construção.

a) terreno + projetos, configurando o Cenário III:

- recursos próprios + FINPRO + crowdfunding imobiliário para terreno e projetos

b) construção (parcial), configurando o Cenário IV:

- recursos próprios + FINPRO + crowdfunding Imobiliário para construção (saldo de 30% não financiado pelo FINPRO);

- o valor simulado para contratação do crowdfunding imobiliário será de R\$ 11.700.000,00, complementar ao FINPRO.

A partir dessa situação, o empreendedor pode recalcular a equação de fundos para obter os resultados atualizados, avaliando as condições estabelecidas nos novos cenários, que podem ser observadas na Tabela 15.

²⁹ O Certificado de Depósito Interbancário (CDI) representa a taxa média das operações interbancárias de um dia, sendo amplamente utilizada como base para remuneração de aplicações financeiras no Brasil. O múltiplo de 1,8x sobre o CDI é comumente observado em campanhas de dívida privada (debêntures, CCB ou contratos de mútuo) promovidas por plataformas de crowdfunding imobiliário. Os valores variam conforme o grau de risco, a localização do projeto, a solidez da incorporadora e a existência de garantias reais.

Tabela 15 – Informações sobre crowdfunding imobiliário nos Cenários III e IV

	Cenário Referencial III	Cenário Referencial IV
Valor arrecadado via crowdfunding imobiliário para Terreno e Projetos, em R\$ mil	13.390	11.700
Mês inicial (arrecadação)	5	18
Mês final (quitação dos contratos com os investidores)	42	42
Prazo contratual da operação, em meses	37	24

Fonte: O autor (2025)

Na sequência, a Tabela 16 apresenta os resultados obtidos no novo fluxo, que permitem a análise relativa à qualidade dos resultados.

Tabela 16 – Resultados obtidos nos Cenários Referenciais III e IV

	Cenário Referencial III	Cenário Referencial IV
Margem Líquida, em %	10,1	14,8
Investimentos, em R\$ mil	13.426	20.064
Retorno, em R\$ mil	21.184	31.349
Retorno / Investimento, em %	57,8	56,3
TIR efetiva, em % a.a.	14,6	15,4
Payback, mês	42	42

Fonte: O autor (2025)

Com todos os cenários em mãos, o empreendedor pode traçar uma análise comparativa dos resultados obtidos, classificando-os sob o critério de melhor e pior investimento. A Tabela 17, a seguir, resume os resultados dos quatro cenários encontrados.

Tabela 17 – Comparativo entre os Cenários I, II, III e IV

	Cenário Referencial I	Cenário Referencial II	Cenário Referencial III	Cenário Referencial IV
	100% recursos próprios	Recursos próprios + FINPRO	Cenário II + Crowdfunding Imobiliário (TERR + PROJ)	Cenário II + Crowdfunding Imobiliário (CONST parcial)
Margem Líquida, em %	20,0	19,0	10,1	14,8
Investimentos, em R\$ mil	44.354	21.999	13.426	20.064
Retorno, em R\$ mil	59.665	36.562	21.184	31.349
Retorno / Investimento, em %	34,5	66,2	57,8	56,3
TIR efetiva, em % a.a.	15,6	18,2	14,6	15,4
Payback, mês	42	42	42	42

Fonte: O autor (2025)

Os quatro cenários apresentaram variações significativas em termos de TIR, no entanto, o empreendedor, que não deve basear sua decisão em um único indicador, precisa realizar uma análise mais aprofundada dos resultados obtidos. Feito isso, será possível garantir a escolha da melhor equação de fundos.

- **Cenário Referencial I (100% recursos próprios):** apresenta maior segurança relativa, pois não depende de financiamento externo, contudo, o empreendimento assume todo o risco financeiro, o que pode ser significativo em razão do alto investimento exigido.
- **Cenário Referencial II (recursos próprios + FINPRO):** envolve um financiamento externo, mas requer menor investimento inicial; ainda assim, a dependência de financiamento aumenta a exposição a fatores como taxas de juros variáveis e requisitos de reembolso.
- **Cenário Referencial III (Cenário II + crowdfunding imobiliário para TERR + PROJ):** possui o menor investimento inicial, totalizando R\$ 13.426 mil, em comparação ao Cenário IV, que demanda R\$ 20.064 mil. A redução do investimento inicial pode minimizar riscos financeiros, proporcionando maior flexibilidade ao empreendedor em caso de imprevistos. Além disso, o financiamento no Cenário III é uma combinação de recursos próprios, FINPRO e crowdfunding imobiliário específico para TERR + PROJ, o que diversifica as fontes de capital e reduz a exposição ao risco de depender de uma

única fonte de capital. Outra vantagem desse cenário é evitar a dependência direta do crowdfunding durante a construção, garantindo maior controle operacional e mitigando os riscos associados a essa fase crítica do projeto.

- Cenário Referencial IV (Cenário II + crowdfunding imobiliário para CONST parcial): apresenta uma abordagem híbrida, combinando financiamento externo com crowdfunding. O novo percentual de Margem Líquida (15,4%) e o Retorno/Investimento (47,5%) indicam um desempenho financeiro ajustado, mas ainda dependente de recursos externos.

O Cenário IV, por depender do crowdfunding para a construção, de maneira complementar ao FINPRO, expõe o empreendimento a riscos elevados durante essa fase, que é suscetível a atrasos, custos imprevistos e variações de mercado.

Ao comparar os riscos envolvidos, o Cenário III se destaca como mais favorável, ainda que exposto a riscos consideráveis e conhecidos, conforme abordado no Capítulo 3 desta dissertação, a saber:

- Risco financeiro: Com o menor investimento inicial (R\$ 13.426 mil), o Cenário III oferece uma exposição financeira mais controlada e flexível em caso de variações nos custos. Ademais, reduz o valor arrecadado via crowdfunding imobiliário, que se configura por elevadas taxas de retorno aos investidores, responsáveis por aportar recursos nessa modalidade. Ainda que óbvio, é importante reforçar que o menor valor arrecadado acarretará menor valor de dívida assumida entre o empreendedor e os investidores.
- Risco operacional: A exclusão do crowdfunding para a fase de construção assegura maior controle operacional e reduz vulnerabilidades associadas a atrasos ou problemas no canteiro de obras.
- Risco de mercado: Embora a flexibilidade financeira do Cenário III possibilite ajustes mais ágeis, o empreendimento ainda enfrenta um alto risco de mercado, devido à sua exposição a fatores externos e possíveis impactos negativos no setor imobiliário. Dessa forma, é fundamental considerar medidas adicionais de mitigação para fortalecer a segurança do projeto.

Conclui-se, portanto, que todos os cenários apresentaram riscos elevados em razão do alto valor de investimento envolvido, demandando estratégias robustas de mitigação. Ainda

assim, o Cenário III se destacou por apresentar um retorno sobre investimento (59,3%) superior ao encontrado no Cenário IV (57,8%), além de exigir o menor valor de investimento inicial entre os cenários (R\$ 13.426 mil).

Embora as variações entre os cenários não tenham sido tão significativas em outros indicadores, a relevância do Cenário III reside no menor capital inicial necessário, tornando-o uma opção mais acessível e eficiente para o empreendedor.

4.3.3 Cenários de estresse

Ainda no campo das simulações, o empreendedor deve avaliar condições de estresse para apurar o impacto no modelo desenvolvido. A análise apresentada na seção 3.2.2 explorou os riscos assumidos pelo empreendedor ao adquirir recursos por meio do crowdfunding imobiliário.

Dessa forma, surgem oportunidades de ampliar os cenários, simulando problemas durante o desenvolvimento do empreendimento, que deverão refletir em situações de atrasos na entrada de recursos – crowdfunding e FINPRO – e, conseqüentemente, em alterações no fluxo de investimentos.

As simulações de estresse consideram:

- a) cinco meses de atraso na liberação de recursos de crowdfunding imobiliário + atingimento de 2/3 do valor alvo inicial da arrecadação.
 - valor alvo inicial = R\$ 13.390 mil,
 - valor arrecadado (2/3 valor alvo inicial) = R\$ 8.927 mil.
- b) seis meses de atraso na liberação de recursos via FINPRO por exigências contratuais relacionadas ao avanço físico da obra;
- c) aumento de 2% no custo de construção.

As condições simuladas estão relacionadas aos riscos citados nas seções 3.2.1 e 3.2.2 deste estudo. A Tabela 18, por sua vez, resume os cenários para os riscos classificados como financeiro, operacional e de mercado.

Tabela 18 – Riscos e simulações no modelo – Cenário V

Risco	Simulação
Risco Financeiro	Considera-se um atraso de seis meses na entrada dos recursos de FINPRO (por exigências específicas da instituição financeira contratada)
Risco Operacional	Considera-se que a arrecadação atingiu apenas 2/3 do valor alvo simulado + atraso de cinco meses na disponibilização dos recursos por exigências da plataforma
Risco de Mercado	Aumento simulado de 2% no custo de construção por questões aduaneiras de materiais importados

Fonte: O autor (2025)

A partir das simulações, a Tabela 19 demonstra os resultados da comparação entre os Cenários III e V (cenário estressado).

Tabela 19 – Comparativo entre os Cenários III e V

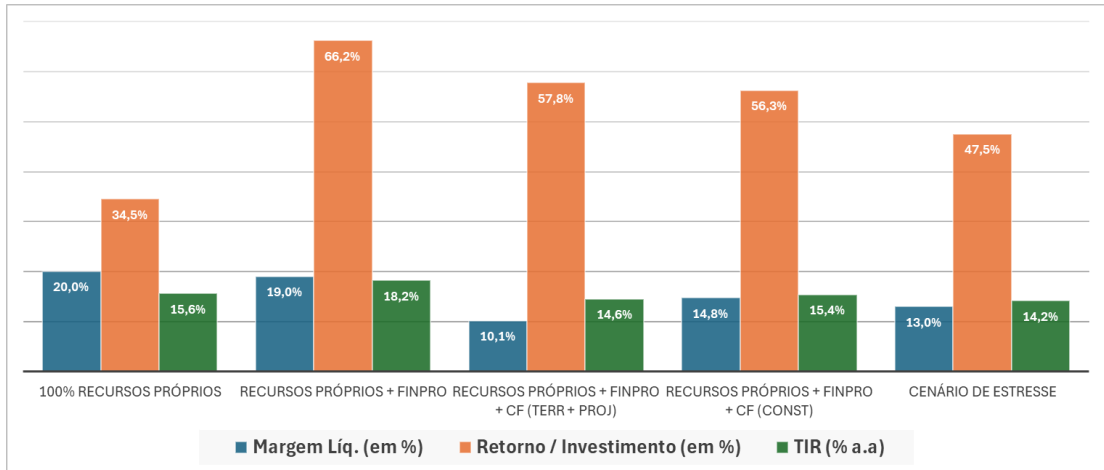
	Cenário Referencial III	Cenário Estressado V
	Cenário II + crowdfunding imobiliário (TERR + PROJ)	Cenário III + situações adversas
Margem Líquida, em %	10,1	13,0
Investimentos, em R\$ mil	13.426	20.924
Retorno, em R\$ mil	21.184	30.872
Retorno / Investimento, em %	57,8	47,5
TIR efetiva, em % a.a.	14,6	14,2
Payback, mês	42	42

Fonte: O autor (2025)

Nota-se que o projeto, na simulação do Cenário V, ficou menos eficiente, considerando o resultado do retorno sobre o investimento de 48,1%. Houve aumento na necessidade de investimentos em razão dos acréscimos no custo de construção e atrasos nas liberações de recursos de crowdfunding e FINPRO.

Na sequência, a Figura 14 sintetiza os resultados obtidos e simulados, possibilitando a avaliação de suas variações.

Figura 14 – Comparativo entre os cenários simulados



Fonte: O autor (2025)

5 ANÁLISE GERAL DO AUTOR

A pesquisa sobre o crowdfunding imobiliário no Brasil foi conduzida em um contexto de crescente demanda por alternativas inovadoras de financiamento no setor imobiliário. Esse movimento pode ser evidenciado pelo crescimento expressivo no número de fintechs no país, que passaram de 250 em 2017 para mais de 1.200 em 2024, de acordo com a Tabela 1 do capítulo introdutório, e pela expansão das plataformas de crowdfunding, que aumentaram de quatro para 82 no mesmo período, conforme Tabela 2.

Esse cenário refletiu não somente os desafios tradicionais do setor, mas a busca por soluções financeiras mais acessíveis e seguras. A transição da Instrução CVM nº 588/2017 para a Resolução CVM nº 88/2022 trouxe avanços significativos para a regulação do mercado, permitindo maior flexibilidade e segurança para investidores e, principalmente, para os empreendedores. As demais regulamentações também favoreceram o avanço das campanhas e permitiram adaptações importantes desde as primeiras operações, em 2017.

Este estudo desenvolveu uma abordagem exploratória detalhada, contribuindo para uma profunda análise operacional, com o intuito de compreender a evolução histórica e seus melhoramentos durante o período compreendido entre 2017 e 2024. A revisão bibliográfica identificou que as operações de crowdfunding imobiliário passaram de modelos rudimentares para estruturas complexas, incorporando inovações tecnológicas, como o uso de contas vinculadas, garantias e patrimônio de afetação. Esses mecanismos, além de aumentarem a transparência das operações, ofereceram maior proteção aos investidores e, principalmente, aos empreendedores, contribuindo para o amadurecimento da modalidade no país.

O destaque nas operações de crowdfunding imobiliário ocorreu em 2024, quando, pela primeira vez desde a publicação da instrução da Comissão de Valores Mobiliários de 2017, os valores arrecadados ultrapassaram R\$ 1 bilhão de reais anuais, fato este amplamente noticiado pela CVM e por outros meios de comunicação.

Embora significativos avanços tenham sido alcançados com a publicação do Ofício Circular nº 4, da CVM, considerado essencial para flexibilizar e regulamentar as operações no país, a adoção de novas tecnologias, como a tokenização e o uso de blockchains para registro de transações, ainda que em estágios embrionários, implementaram soluções tecnológicas relevantes, proporcionando rastreabilidade e confiabilidade das operações, além de garantir maior transparência na modalidade.

A evolução do crowdfunding imobiliário em território nacional, portanto, apresentou alinhamento contínuo a processos de amadurecimento, marcados pela adaptação às demandas do mercado imobiliário e às necessidades dos empreendedores.

Ademais, esta pesquisa demonstrou, a partir de um estudo de caso abordado no Capítulo 4, que ao longo de todas as etapas do ciclo de um empreendimento imobiliário, o crowdfunding pode contribuir como uma ferramenta relevante para a captação de recursos, que se mostrou especialmente eficaz para empresas de pequeno porte.

Os mecanismos de mitigação de riscos analisados demonstraram um desempenho crucial na confiabilidade do modelo. Garantias como o patrimônio de afetação, o aval pessoal, a cessão fiduciária de direitos creditórios, a alienação fiduciária de quotas e a hipoteca cumprem o papel de proteção. Esses elementos foram fundamentais para aumentar a confiança dos investidores e impulsionar o desenvolvimento do setor.

O papel das plataformas ganhou destaque quando estas passaram a atuar como securitizadoras na estruturação das operações imobiliárias. Segundo reportagem publicada pelo Valor Econômico (2025), a atualização nas regras de securitização e “tokenização” de ativos ampliaram a capacidade das operações, como CRI.

Diante do exposto, esta pesquisa afirmou sua importância, apresentando o enfoque acadêmico crítico esperado ao analisar as operações de crowdfunding imobiliário e suas ramificações.

Embora ainda exista espaço para avanços acadêmicos, este trabalho foi concluído em conformidade com os objetivos definidos na fase inicial da pesquisa.

6 CONCLUSÃO

A presente dissertação aborda a evolução das operações de crowdfunding imobiliário no Brasil, destacando sua consolidação como uma alternativa viável de funding para o setor imobiliário. O estudo teve como objetivo analisar a evolução das operações no país, com foco nos riscos assumidos pelos empreendedores, e avaliar os impactos dos riscos operacionais na viabilidade financeira de um empreendimento imobiliário.

Sua fundamentação envolveu um levantamento teórico responsável por analisar as formas iniciais de crowdfunding, categorizando suas diferentes modalidades até alcançar as operações de debt crowdfunding, diretamente associadas ao crowdfunding imobiliário nacional. A análise documental incluiu a consulta à legislação pertinente, como a Resolução nº CVM 88/2022 e o Ofício Circular nº 4/2023, dentre outras, permitindo a compreensão da trajetória evolutiva das operações ao longo dos anos.

Diante dos resultados alcançados em 2024, quando as campanhas de crowdfunding imobiliário ultrapassaram a marca de R\$ 1 bilhão em valores arrecadados, fica evidente o potencial de crescimento desse tipo de investimento. A combinação de um ambiente regulatório robusto e a crescente aceitação dos investidores torna o crowdfunding imobiliário uma poderosa ferramenta para financiar projetos imobiliários no país, impulsionando o desenvolvimento do setor e oferecendo novas oportunidades de investimento.

O estudo também percorreu uma análise histórica, desde as campanhas mais rudimentares, estabelecidas sob a égide da Instrução CVM nº 588/2017, até operações mais atuais e sofisticadas, estruturadas com mecanismos de securitização e garantias reais. Além disso, foram examinadas as principais garantias adotadas nas operações de crowdfunding imobiliário, sob a coleta de dados relacionados às campanhas consultadas do ano de 2024, segundo informações dos itens 2.4.1, 2.4.2 e 2.4.3, tais como patrimônio de afetação, aval pessoal, cessão fiduciária de direitos creditórios, alienação fiduciária de quotas e hipoteca.

A pesquisa avançou com a condução de um estudo de caso, responsável por avaliar a qualidade dos investimentos de um empreendimento residencial destinado à venda, com o uso do crowdfunding imobiliário. Esse estudo possibilitou a identificação dos principais riscos operacionais, considerando as perspectivas do investidor, da operação e, sobretudo, do empreendedor.

De acordo com o que foi analisado no item 3.2.2 do estudo realizado, o empreendedor mantém-se exposto aos seguintes riscos, já considerando que os mais impactantes na equação de fundos desenvolvida referem-se ao financeiro, operacional e de mercado:

- a) de captação insuficiente;
- b) de reputação;
- c) financeiro;
- d) operacional;
- e) regulatório e jurídico;
- f) de dependência da plataforma;
- g) de mercado;
- h) de compliance e transparência.

De maneira complementar aos cenários referenciais avaliados no estudo de caso desenvolvido e demonstrado no item 4.2, o cenário estressado simulou o uso dos riscos destacados, quais sejam, financeiro, operacional e de mercado. O risco financeiro considerou o impacto de um atraso de seis meses na entrada de recursos provenientes do FINPRO; o risco operacional, por sua vez, avaliou o efeito da não captação integral do valor alvo, combinado com um atraso de seis meses na entrada dos recursos necessários ao empreendimento; finalmente, o risco de mercado analisou o impacto do aumento de 2% no custo da construção.

Diante dos resultados obtidos, o estudo de caso demonstrou a eficácia do crowdfunding imobiliário, que manteve os resultados do empreendimento simulado no caso estudado em patamares satisfatórios, além de proporcionar a diversificação das fontes de recursos do empreendedor, além de atuar como impulsionador no desenvolvimento do mercado imobiliário.

Os resultados de 2024 evidenciaram que a regulamentação aprimorada contribuiu para a maior transparência e segurança das operações, enquanto os avanços tecnológicos fortaleceram a rastreabilidade dos investimentos.

Isto posto, conclui-se que o objetivo da pesquisa foi alcançado, confirmando, por meio da análise documental e do estudo de caso desenvolvido, que o crowdfunding imobiliário carrega consigo um grande potencial transformador no setor. Apesar dos desafios ainda presentes, a regulamentação específica da modalidade marca um avanço significativo na

supervisão e no controle dessas operações no Brasil, consolidando a modalidade como uma alternativa estratégica e inovadora para o financiamento no setor.

7 PRÓXIMOS PASSOS NA EVOLUÇÃO ACADÊMICA

Embora esta pesquisa tenha contribuído de modo relevante para aprofundar o conhecimento sobre as operações estruturadas no crowdfunding imobiliário no país, ainda há diversas oportunidades para a ampliação do debate acadêmico sobre o tema. Nesse sentido, destacam-se algumas direções para estudos futuros:

- Desenvolvimento de uma matriz de riscos no crowdfunding imobiliário, classificando os diferentes tipos de risco segundo critérios pré-determinados, como risco baixo, médio e alto, de modo a oferecer uma abordagem mais sistemática para a gestão e mitigação dessas variáveis.
- Ampliação da análise do impacto do crowdfunding em empresas de médio e grande porte, explorando possíveis flexibilizações regulatórias na Resolução CVM nº 88/2022, que possam fomentar a participação dessas empresas no mercado de investimento participativo.
- Estudos comparativos internacionais, investigando como o modelo brasileiro de crowdfunding imobiliário se posiciona em relação às práticas adotadas em mercados mais maduros, identificando potenciais oportunidades de aprimoramento regulatório e operacional.

Tais direcionamentos podem contribuir para o aprimoramento do arcabouço teórico e regulatório da modalidade, fortalecendo cada vez mais sua sustentação. Ainda que em um ambiente secundário, os recentes valores arrecadados colocaram o crowdfunding imobiliário em um novo patamar, ganhando força e respeito diante dos investidores, empreendedores e plataformas eletrônicas de investimentos.

REFERÊNCIAS

- BAUM, A.; BRAESEMANN, F.; SAULL, A. Proptech 2020: The Future of Real Estate. **Saïd School of Business**, Oxford, UK. 2020. p. 112. Disponível em: <https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/2020-02/proptech2020.pdf>. Acesso em: 28 jun. 2020.
- BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T. An industrial organization framework to understand the strategies of crowdfunding platforms. In: **International Perspectives on Crowdfunding**. Belgium: Emerald Group Publishing Limited, 2016. p. 1-19.
- BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A. Crowdfunding: Tapping the right crowd. **Journal of Business Venturing**. Belgium, 2013. DOI 10.2139/ssrn.1578175. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/228263793_Crowdfunding_Tapping_the_Right_Crowd. Acesso em: 31 jan. 2021.
- BLOXS CROWDFUNDING. **Plataforma de Investimentos**. 2025. Disponível em: <https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjoiMzQyMmYyMTctMDQzZC00ZW5kLTg2MmYyNjEwYjRlNmQ0NmIiwidCI6IjM5MDZhYjBILTlYxN2EtNDJmOC1hZDgzLTQ3MGQyZmFmMDU2OCJ9>. Acesso em: 02 dez 2023.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução nº 2.844, de 28 de junho de 2001. Dispõe sobre limites de exposição por cliente. **Banco Central do Brasil**, Brasília, DF, 2001. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2844_v2_1.pdf. Acesso: em 21 set. 2022.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução nº 2.921, de 21 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a realização de operações ativas vinculadas pelas instituições financeiras. **Banco Central do Brasil**, Brasília, DF, 2002. Disponível em: <https://cdn-www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2921>. Acesso em 30 ago. 2022.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas. **Banco Central do Brasil**. Brasília, DF, 2018. Disponível em https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acesso em: 01 mai. 2020.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. **Estudo especial elaborado pelo Banco Central do Brasil de nº 88/2020**. Dispõe sobre as instituições de pagamento e seus modelos de negócio. Brasília, DF. 2020, p. 5. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE088_Instituicoes_de_pagamento_e_seus_modelos_de_negocio.pdf. Acesso em: 20 set. 2021.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. **Fundos Garantidores de Crédito**. Dispõe sobre o objetivo do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Brasília, DF. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/p/objetivo-do-fundo-garantidor>. Acesso em: 10 dez. 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Índice de Valor de Garantias Reais (IVG-R)**. Dispõe sobre os dados numéricos e conceito do índice. 2025. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/21340-indice-de-valores-de-garantia-de-imoveis-residenciais-financiados-ivg-r>. Acesso em: 25 jan. 2025.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS. Taxas de juros médias para pessoas jurídicas – recursos livres. Código 25493**. 2025. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>. Acesso em: 15 jun. 2025.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS. Taxa Referencial (Códigos 226, 7811)**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 15 jun. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Boletim econômico**. Rio de Janeiro: CVM, 2025a. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/boletim-economico-edicao-11>. Acesso em: 27 jan. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Boletim Econômico**. Rio de Janeiro: CVM, 2025b. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2024/emissoes-de-valores-mobiliarios-chegam-ao-total-de-r-663-bilhoes-no-terceiro-trimestre-de-2024-e-ja-superou-o-ano-de-2023>. Acesso em: 27 jan. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Caracterização dos “tokens de recebíveis” ou “tokens de renda fixa” como valores mobiliários. Dispõe sobre objetivo de orientar os prestadores de serviços envolvidos na atividade de tokenização. **Gov.br**, 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse1/oc-sse-0423.html>. Acesso em: 20 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. CVM promove alteração nas regras do crowdfunding de investimento. **Gov.br**, 20 jan. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2022/cvm-promove-alteracao-nas-regras-do-crowdfunding-de-investimento>. Acesso em: 20 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo e revoga a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>. Acesso em: 20 de out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF. 2003. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 20 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma

eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF. 2017. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 20 ago. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, p. 16037, 07 dez. 1976. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6385&ano=1976&ato=a92cXTq50MnRVTa5b>. Acesso em: 20 dez 2021.

BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, letra de crédito imobiliário, cédula de crédito imobiliário, cédula de crédito bancário, altera o decreto-lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, p. 17, 03 ago. 2004. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=10931&ano=2004&ato=73dIzY61UeRpWTf60>. Acesso em: 15 dez 2022.

BRASIL. Sindicato das Empresas de Compra, Venda e Administração de Imóveis do Estado de São Paulo (SECOVI-SP). **Anuário 2024**. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://secovi.com.br/wp-content/uploads/2025/03/anuario-secovisp-2024.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2025.

COHEN, J. **A study on the history and functionality of real estate crowdfunding**. 2016. Thesis (PhD) – Joseph Wharton Scholars. Pennsylvania, USA. 2016. Disponível em: <https://core.ac.uk/reader/214190384>. Acesso em: 02 fev. 2021.

FAUSTINO, R. B.; ROYER, L. de O. O Setor Imobiliário habitacional pós – 2015: crise ou acomodação? **Caderno Metrópole**. São Paulo, 2022. DOI 10.1590/2236-9996.2022-5306. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/cm/a/KGSVGqpWq3yBhGzkzCQLYQw/?lang=pt#>. Acesso em: 10 jan. 2023.

GELTNER, D.; MEYER, M. A.; KALINOWSKI, E. R. **Commercial Real Estate Analysis and Investments**. 2. ed. Mason: Thomson South-Western, 2007.

GLEBBA. **Plataforma de Investimentos**. 2023. Disponível em: <https://www.glebba.com.br/ofertas-encerradas>. Acesso em: 25 dez. 2023.

HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A. Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. **Journal of Corporate Finance**, v. 50, p. 556-574, 2018.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. 2024. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=pib#evolucao-pib. Acesso em: 30 nov. 2024

KIRBY, E.; WORNER, S. Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast. **Report of the IOSCO Research Function**. 2014. p. 63. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD459.pdf>. Acesso em: 02 fev. 2021.

KNEBEL, P. Gaúchos criam site para crowdfunding imobiliário. **Jornal do Comércio**, 2015. Disponível em: <https://www.jornaldocomercio.com/site/noticia.php?codn=197553>. Acesso em: 10 jun. 2020.

MAARBANI, S. Real Estate Crowdfunding – The digital evolution of Real Estate funding and investment. 2015. **PWC**. Disponível em: https://re.report/Resources/Whitepapers/fb479135-04e3-4d75-9bee-4701ce5aed0f_legal-talk-alert-12may15-v2.pdf. Acesso em: 20 jan. 2021.

MOLLICK, E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal of Business Venturing**, v. 29, n. 1, p. 1-16, 2014.

MONTGOMERY, N.; SQUIRES, G.; SYED, I. Disruptive potential of real estate crowdfunding in the real estate project finance industry: A literature review. In: **Property Management Emerald Group Publishing Ltd**. v. 36, n. 5, p. 597-619. DOI: 10.1108/PM-04-2018-0032. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/PM-04-2018-0032/full/html>. Acesso em: 01 jun. 2020.

NANOCAPITAL. **Plataforma de investimentos**. 2023. Disponível em: <https://nanocapital.com.br/>. Acesso em: 23 nov. 2023.

PMI – PROJECT MANAGEMENT INSTITUTE. **A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide)**. 7. ed. Newtown Square, PA: Project Management Institute, 2021.

PORTO, P.T. Crowdfunding Imobiliário. **Carta do NRE-POLI**, n. 57-19, 2019. Disponível em: <http://www.realestate.br>. Acesso em: 24 ago. 2020

RIBEIRO, C. T. **O desenvolvimento do mercado de crowdfunding de investimento no Brasil: uma análise do processo regulatório e seus efeitos**. 2021. p. 206. Tese (Doutorado CDAPG) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2021.

SÃO PAULO (Estado). Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados – SEADE. **Perspectivas demográficas dos distritos do Município de São Paulo: o rápido e diferenciado processo de envelhecimento**. São Paulo, 2014. Disponível em: <https://spdemografico.seade.gov.br/integra/?analise=perspectivas-demograficas-dos-distritos-do-municipio-de-sao-paulo-o-rapido-e-diferenciado-processo-de-envelhecimento>. Acesso em: 15 jun. 2025.

SÃO PAULO (Município). **Plano Diretor Estratégico: Lei nº 16.050, de 31 de julho de 2014: consolidação com alterações promovidas até a Lei nº 17.975, de 2023**. São Paulo: Prefeitura do Município de São Paulo, 2023. Disponível em: <https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/urbanismo/planejamento/planodiretor>. Acesso em: 15 jun. 2025.

SÃO PAULO (Município). **Secretaria Municipal de Urbanismo e Licenciamento – SMUL**. Diagnóstico territorial por subprefeitura: indicadores urbanísticos e demográficos. São Paulo,

2023. Disponível em: <https://prefeitura.sp.gov.br/web/licenciamento/>. Acesso em: 15 jun. 2025.

SCHWEIZER, D. e ZHOU, T. Do Principles Pay in Real Estate Crowdfunding? **Journal of Portfolio Management**, Vol. 43, No. 6, 2016. DOI 10.2139/ssrn.2846892. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2846892. Acesso em 20 fev. 21.

SILVA, S. A. R. da; Gerenciamento de riscos na implantação de empreendimentos imobiliários residenciais no atual cenário de desvios de prazos e custos. **Revista Construção Mercado**, n. 143, p. 52-54, São Paulo, 2013. Disponível em: <http://www.realestate.br>. Acesso em: 20 jan. 2025

TERRACOTA. Mapa das Construtechs e Proprotechs 2024. O estado do ecossistema de proptechs no Brasil. **Radar Terracota**. 2024. Disponível em: <https://www.terracotta.ventures/hub/conteudo/mapa-das-construtechs-e-proptechs-2024-o-estado-do-ecossistema-de-proptechs-do-brasil>. Acesso em: 27 jan. 2025.

TERUEL, R. G. A legal approach to real estate crowdfunding platforms. **Computer Law Security Review**, v. 35, 281-294, Spain, 2019. DOI 10.1016/j.clsr.2019.02.003. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0267364918303704?via%3Dihub>. Acesso em: 30 mar. 2021.

URBE.ME. Histórico de Rentabilidade. **Urbe.me**. 2024. Disponível em: <https://www.urbe.me/investidor>. Acesso em: 10 fev. 2024.

WORLD BANK AND CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE. Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey. **The World Bank Group Global Knowledge and Research Hub**. Malaysia, 2019. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/266801571428246032/pdf/Regulating-Alternative-Finance-Results-from-a-Global-Regulatory-Survey.pdf>. Acesso em: 10 out. 2023.