



CATÓLICA

RESEARCH CENTRE
FOR THE FUTURE OF LAW

LISBOA

parceria



INSTITUTO
MIGUEL CALVÃO TELES

DIREITO
católicaTeses

Clara Martins Pereira

A regulação do *crowdfunding* de capital no ordenamento jurídico português

UNIVERSIDADE CATÓLICA EDITORA

Clara Martins Pereira

**A regulação
do *crowdfunding*
de capital**

no ordenamento jurídico
português

Título A regulação do *crowdfunding* de capital
no ordenamento jurídico português

Autora Clara Martins Pereira

Coleção Direito Católica Teses | e-Book

© Universidade Católica Editora

Capa Ana Luísa Bolsa | 4 ELEMENTOS

Revisão editorial Ana Cunha

Conceção Gráfica acentográfico

Data outubro 2019

ISBN e-book 9789725406632

Universidade Católica Editora

Palma de Cima 1649-023 Lisboa

Tel. (351) 217 214 020 | Fax. (351) 217 214 029

uce@uceditora.ucp.pt | www.uceditora.ucp.pt

Índice

Lista de fontes primárias	8
1. Fontes primárias portuguesas	8
2. Fontes primárias comunitárias	9
3. Fontes primárias estrangeiras	10
1. Introdução	12
2. Aproximação a um conceito de <i>crowdfunding</i>	22
2.1. A inovação do legislador português	22
2.2. Introdução aos elementos essenciais e eventuais da definição de <i>crowdfunding</i>	24
2.2.1. Os elementos essenciais da definição de <i>crowdfunding</i>	26
2.2.2. Os elementos eventuais da definição de <i>crowdfunding</i>	30
2.3. Breve crítica à definição de <i>crowdfunding</i> constante do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo português	35
2.4. O <i>crowdfunding</i> enquanto realidade multifacetada	39
3. As diferentes modalidades de <i>crowdfunding</i>	40
3.1. O <i>crowdfunding</i> através de donativo	41
3.2. O <i>crowdfunding</i> com recompensa	41
3.3. O <i>crowdfunding</i> por empréstimo	42
3.4. O <i>crowdfunding</i> de capital	43
3.5. O desafio regulatório do <i>crowdfunding</i> de capital	47
4. <i>Crowdfunding</i> de capital: importância e riscos	49
4.1. As características mais salientes do <i>crowdfunding</i> de capital	51
4.2. Os riscos inerentes ao <i>crowdfunding</i> de capital	54
4.2.1. A fase da campanha de angariação de fundos	55
4.2.2. A fase da governação da sociedade financiada	58
4.3. A importância do <i>crowdfunding</i> de capital	61
4.3.1. A importância do <i>crowdfunding</i> de capital para os investidores	62
4.3.2. A importância do <i>crowdfunding</i> de capital para os empreendedores	63
5. O enquadramento legal aplicável ao <i>crowdfunding</i> de capital em Portugal	65
5.1. Introdução	65
5.2. Os valores em tensão na regulação do <i>crowdfunding</i>	67
5.3. O enquadramento comunitário	69

5.3.1. O atual enquadramento comunitário do <i>crowdfunding</i> de capital	69
5.3.2. Breve nota sobre a proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de <i>crowdfunding</i>	74
5.4. A solução portuguesa	77
5.4.1. O Código dos Valores Mobiliários	77
5.4.2. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo e o Regulamento da CMVM relativo ao Financiamento Colaborativo de Capital ou por Empréstimo	83
5.4.2.1. Escopo de aplicação	83
5.4.2.2. Medidas de proteção dos investidores	85
5.5. Caminhos alternativos para a regulação do <i>crowdfunding</i> de capital	104
6. Conclusão	107
Bibliografia	111

Este texto é baseado na dissertação apresentada no dia 31 de março de 2016 no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão, ministrado pela Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa (Escola de Lisboa) e pela Católica Lisbon School of Business and Economics – e atualizada em face da redação final do Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários relativo ao financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, do novo Regulamento Europeu sobre Prospetos (que veio substituir a antiga Diretiva Europeia sobre Prospetos) e da nova versão da Diretiva Europeia dos Mercados de Instrumentos Financeiros, entretanto aprovados, bem como da recente proposta de Regulamento Europeu relativo aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo às empresas.

Agradeço a orientação do Dr. Jorge de Brito Pereira, bem como os comentários dos demais membros do júri que presidiu à defesa pública da dissertação em que esta reflexão se baseia: a Professora Doutora Maria Fátima Gomes e o Professor Doutor Ricardo Reis. Todos os erros são da minha exclusiva responsabilidade.

Lista de fontes primárias

1. Fontes primárias portuguesas

Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de novembro, na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 13/2019, de 12 de fevereiro – Código Civil

Decreto-Lei n.º 446/85, de 25 de outubro, na redação que lhe foi conferida pelo Decreto-Lei n.º 323/2001, de 17 de dezembro – Lei das Cláusulas Contratuais Gerais

Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho – Código dos Valores Mobiliários

Decreto-Lei n.º 24/2014, de 14 de fevereiro, na redação que lhe foi conferida pelo Decreto-Lei n.º 78/2018, de 15 de outubro – Regime Jurídico dos Contratos Celebrados à Distância e Fora do Estabelecimento Contratual

Lei n.º 24/96, de 31 de julho, na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 47/2014, de 28 de julho – Lei de Defesa do Consumidor

Lei n.º 18/2015, de 4 de março, na redação que lhe foi conferida pelo Decreto-Lei n.º 56/2018, de 9 de julho – Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado ou RJCR

Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo ou RJFC

Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro – Regime Sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de Financiamento Colaborativo

Portaria n.º 131/2018, de 10 de maio, que estabelece as regras e modelo aplicáveis ao procedimento de comunicação prévia de início de atividade das plataformas de financiamento colaborativo nas modalidades

de donativo e/ou com recompensa consagradas na Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, alterada pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro – Portaria n.º 131/2018

Regulamento da CMVM n.º 2/2007, de 9 de novembro – Regulamento da CMVM sobre o exercício de atividades de intermediação financeira

Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 5 de maio – Regulamento da CMVM sobre o Financiamento Colaborativo de Capital ou por Empréstimo ou Regulamento CMVM n.º 1/2016

2. Fontes primárias comunitárias

Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE, na redação que lhe foi conferida pela Diretiva 2010/73/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010 – Antiga Diretiva Europeia sobre os Prospectos

Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Diretivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros ou DMIF II

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, de 8 de março de 2018 – Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas

Regulamento (EU) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospecto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação

num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE – Regulamento Europeu sobre os Prospektos

3. Fontes primárias estrangeiras

Decreto-legge n. 50 de 24 de abril de 2017 – decreto correttivo

Decreto-legge n. 179 de 18 de outubro de 2012, coordinato con la legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221 – ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese

Decreto Legislativo n. 58 de 24 de fevereiro 1998 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n.º 52

FCA 2014/13, de 27 de fevereiro de 2014 – Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014

Jumpstart Our Business Startups Act of 2012, Pub. L. No. 112-106, Stat. 306 – JOBS Act

Ley 5/2015, de 27 de abril de 2015 – Ley de Fomento de la Financiación Empresarial

Kleinanlegerschutzgesetz, de 10 de julho de 2015 – Kleinanlegerschutzgesetz

Ordonnance n.º 2014-559, de 30 de maio de 2014 relative au financement participatif – Ordonnance du financement participatif

Regolamento 18592, de 26 de junho de 2013 – Regolamento sulla Raccolata di Capitali di Rischio da Parte di Start-up Innovative Tramite Portali On-line

United States Securities and Exchange Commission, “Crowdfunding: Final Rule” 17 CFR Parts 200, 226, 232, 239, 240, 249, 269 and 274 – Regulation Crowdfunding

United States Securities and Exchange Commission, “Regulation A” 17 CFR Parts 230, 251-263, as amended by SEC, “Regulation A+” 17 CFR Parts 200, 230, 232, 239, 240, 249, and 260 (“Regulation A+”) – Regulation A

Lista de Siglas e Abreviaturas

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

BaFIN – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

CC – Código Civil

cfr – conforme

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DMIF – (Antiga redação da) Diretiva (Europeia) dos Mercados de Instrumentos Financeiros

DMIF II – (Nova redação da) Diretiva (Europeia) dos Mercados de Instrumentos Financeiros

DR – Diário da República

ESMA – European Securities and Markets Authority

et al. – entre outros

EUA – Estados Unidos da América

FCA – United Kingdom Financial Conduct Authority

i.e. – isto é

IFIFC – Informações Fundamentais Destinadas aos Investidores de Financiamento Colaborativo

JOBS Act – Jumpstart Our Business Startups Act

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

pp. – páginas

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

SEC – United States Securities and Exchange Commission

UE – União Europeia

1. Introdução

O financiamento colaborativo – mais conhecido por *crowdfunding*¹ – corresponde a um meio alternativo de angariação de financiamento no âmbito do qual são solicitadas contribuições de capital a uma multiplicidade de investidores (que compõem uma multidão, ou *crowd*)² por intermédio de uma plataforma eletrónica ligada à Internet. Geralmente, os investidores em campanhas de *crowdfunding* recebem uma contrapartida em troca do seu investimento, cuja natureza varia em função da modalidade de *crowdfunding* em causa³.

¹ Ao longo deste texto, as expressões “*crowdfunding*” e “financiamento colaborativo” (designação introduzida no espaço jurídico português pelo Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo aprovado pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto) são utilizadas como sinónimas. Julgamos, no entanto, que esta última é uma tradução infeliz de *crowdfunding*, na medida em que implica um juízo sobre a forma como os membros da multidão encarregue do financiamento interagem (“em colaboração”). Julgamos, assim, que o legislador português devia antes ter adotado a expressão “financiamento coletivo” para se referir ao “*crowdfunding*” – tanto por se encontrar em linha com a escolha do legislador europeu [ver Comissão Europeia, “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Aproveitar o Potencial do Financiamento Coletivo na União Europeia” (2014) COM(2014) 172 final], como por ser mais neutra.

² É, assim, o conceito de “multidão” (ou, em inglês, de “*crowd*”) que dá origem à designação “*crowdfunding*”.

³ A exceção a esta regra ocorre quando os investidores em campanhas de *crowdfunding* fornecem capital à entidade financiada sem para tanto exigirem uma contrapartida pecuniária (participando, nestes termos, numa modalidade de *crowdfunding* convencionalmente apelidada de “financiamento colaborativo através de donativo”). De resto, as diferentes categorias de contrapartidas conferidas aos investidores no âmbito de campanhas de *crowdfunding* podem incluir o direito à prestação do produto ou serviço financiado (correspondendo à modalidade de “financiamento colaborativo com recompensa”), o direito à participação no capital social, na distribuição de lucros ou

O volume de financiamento angariado através de campanhas de *crowdfunding* tem vindo a crescer acentuadamente a nível mundial⁴, acarretando um impacto económico muito significativo⁵. A popularidade do *crowdfunding* é explicada, sobretudo, pelo facto de muitos empreendimentos – em especial pequenas *start-ups* – enfrentarem frequentemente dificuldades no acesso às fontes de financiamento mais típicas, de entre as quais se podem destacar o financiamento bancário, o financiamento através dos mercados de capitais e o financiamento através de estruturas de capital de risco (incluindo fundos de investimento e *business angels*).

O *crowdfunding* apresenta-se, assim, como uma solução alternativa para as pequenas e médias empresas (PMEs) com necessidades de

na partilha de lucros da entidade financiada (correspondendo à modalidade de “financiamento colaborativo de capital”) e o direito à devolução do capital fornecido, eventualmente acompanhado do pagamento de juros (correspondendo à modalidade de “financiamento colaborativo por empréstimo”). Para uma descrição mais detalhada das diferentes contrapartidas que podem advir para os investidores em troca da sua participação numa campanha de *crowdfunding* – e do modo como as diferenças entre estas várias contrapartidas dão origem às diversas modalidades de financiamento colaborativo reguladas pelo ordenamento jurídico português, ver o Capítulo 3 *infra*.

⁴ De acordo com um relatório relativamente recente da Massolution, a indústria do financiamento colaborativo atingiu um peso global de 34 mil milhões de dólares em 2015 [ver MASSOLUTION, “2015CF – Crowdfunding Industry Report” (2015) <http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54> consultado a 31 de março de 2019]. Especificamente na Europa, os anos de 2013 e 2014 assistiram à angariação de 2,3 mil milhões de euros através de campanhas de *crowdfunding*, distribuídos por mais de 200 000 projetos distintos [ver Angelo Delivorias, “Crowdfunding in Europe – Introduction and State of Play” (European Parliament 2017) Briefing]. Ver, também, PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585; e ARMIN LARRALDE e BENJAMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures”, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (Douglas Cumming, Oxford University Press 2012).

⁵ Mais concretamente, o *crowdfunding* é frequentemente associado a um aumento do bem-estar social, ao encorajamento de projetos inovadores e à criação de novos postos de trabalho [*vide*, em particular, AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 *NBER/Innovation Policy and the Economy* 63].

capital, posicionando-se em relação de substituição⁶ com outras fontes de financiamento mais usuais⁷ e distinguindo-se destas tanto em função do perfil dos fornecedores de capital, como, sobretudo, em função do modo como é estabelecido e mantido o contacto entre empreendedores e financiadores⁸.

Mais concretamente, no âmbito do *crowdfunding* o desenvolvimento de novos projetos e oportunidades de negócio está mais diretamente dependente do seu potencial intrínseco para atrair financiamento – o qual pode provir de uma pluralidade de investidores não-coordenados espalhados por uma multiplicidade de geografias⁹. Também o contacto entre os beneficiários de campanhas de *crowdfunding* e os potenciais investidores nessas campanhas tende a ser mais imediato e desintermediado, tendo por único limite absoluto a capacidade de acesso à Internet de ambas as partes.

Mas o surgimento e a generalização do acesso à Internet (e a subsequente popularização do *crowdfunding*) não contribuíram apenas para tornar os empreendedores menos dependentes das fontes de financiamento mais típicas: com o *crowdfunding*, também os investidores ganharam acesso a uma nova experiência de investimento eminentemente

⁶ Esta relação de substituição é ilustrada por AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

⁷ Em alternativa, HORNUF e SCHWIENBACHER encontram na interação entre o *crowdfunding* (particularmente na modalidade de *crowdfunding* de capital) e a chamada “angel finance” uma relação de complementaridade, por oposição a uma relação de substituição [ver LARS HORNUF e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?”, *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels* (Forthcoming) <<https://papers.ssrn.com/abstract=2401515>> consultado a 31 de março 2019].

⁸ Estas diferenças são naturalmente refletidas nos termos em que o financiamento é, afinal, concedido.

⁹ Ver PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 Journal of Business Venturing 585.

distinguível de outras modalidades de investimento pelo seu carácter singularmente comunitário. Hoje em dia, as redes sociais, os fóruns e as caixas de comentários *on-line* permitem o estabelecimento de fluxos de informação constantes entre empreendedores, de um lado, e financiadores/consumidores, de outro. Qualquer contribuição (por pequena que seja) para uma campanha de *crowdfunding* tem o potencial – mais concretizado numas ocasiões do que noutras – de envolver os seus participantes no desenvolvimento do projeto ou empresa para o qual a sua contribuição foi canalizada¹⁰.

A título de exemplo, o *crowdfunding* permite que entusiastas de videojogos se envolvam diretamente no desenvolvimento do último título da sua saga favorita, votando nas mecânicas a que gostavam de ter acesso e adquirindo o direito a participar em “*closed betas*” que lhes permitam testar essas mecânicas em ambiente controlado e ainda antes do lançamento oficial do jogo¹¹. Também os apaixonados por novas tecnologias podem aceder antecipadamente às invenções que decidam financiar durante períodos de exclusividade pré-definidos¹² e os apre-

¹⁰ Para mais exemplos, ver AGRAWAL *et al.* (ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding”).

¹¹ Em 2015, o terceiro volume da saga de videojogos “Shenmue” protagonizou a campanha de *crowdfunding* (referente a videojogos) que mais rapidamente atingiu 1 milhão de dólares (em 1 hora e 44 minutos) e que mais capital angariou no total, somando quase 6,5 milhões de dólares ao longo de 3 anos [ver RACHEL SWATMAN, “Japanese Videogame Designer Yu Suzuki Accepts Certificates for Shenmue 3 Crowdfunding Records” (*Guinness World Records*, 18 de janeiro de 2016) <<http://www.guinnessworldrecords.com/news/2016/1/japanese-videogame-designer-yu-suzuki-accepts-certificates-for-shenmue-3-crowdfund>> consultado a 31 de maio de 2019]. Os investidores, ou “backers”, dispostos a investir 100 dólares ou mais na campanha terão a oportunidade de experimentar o Shenmue 3 antes da generalidade dos consumidores [ver YS Net, “Shenmue 3” (*Kickstarter*) <<https://www.kickstarter.com/projects/ysnet/shenmue-3>> consultado a 31 de maio 2019].

¹² A campanha de *crowdfunding* que mais angariou financiamento no Kickstarter (uma das plataformas de *crowdfunding* mais ativas do mundo) foi a campanha lançada para financiar o “Pebble” – um *smartwatch* lançado dois anos antes de empresas como a Samsung e a Apple começarem a comercializar os seus próprios modelos de *smartwatch*.

ciadores de jogos de tabuleiro podem acompanhar o desenvolvimento de novos jogos, opinando sobre os materiais utilizados ou o rigor do manual de instruções¹³. Em última instância, o recurso ao *crowdfunding* tem o potencial de contribuir para que os projetos e produtos assim financiados sejam desenvolvidos e lançados de modo tão alinhado com as expectativas dos investidores (e, idealmente, da generalidade dos consumidores) quanto possível.

Nos últimos anos, o crescimento do *crowdfunding* enquanto modalidade alternativa de financiamento tem vindo a ser especialmente marcado pelo desenvolvimento de um subtipo específico de financiamento colaborativo: o “*crowdfunding* de capital” ou “*equity crowdfunding*”¹⁴. O

A campanha do Pebble foi marcada pelo alto grau de envolvimento dos investidores no desenvolvimento do produto (que puderam, por exemplo, votar nas cores dos modelos de *smartwatches* a ser fabricados) e pelo facto de alguns investidores (com participações acima dos 235 dólares) terem tido acesso a protótipos do “Pebble” antes mesmo de este ser oficialmente disponibilizado ao grande público [ver Pebble Technology, “Pebble: E-Paper Watch for iPhone and Android” (*Kickstarter*) <<https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and-android>> consultado a 31 de maio de 2019].

¹³ O jogo de tabuleiro que mais angariou capital no âmbito de uma campanha de *crowdfunding* é, à data, “Kingdom Death: Monster 1.5”. Este jogo angariou mais de 12 milhões de dólares ao longo da sua campanha de *crowdfunding* e tornou-se no projeto de *crowdfunding* do *Kickstarter* a atingir mais rapidamente o primeiro milhão de dólares, demorando para tanto apenas 19 minutos [ver Guinness World Records, “Most Money Pledged to a Kickstarter Boardgame” (*Guinness World Records*) <<https://www.guinnessworldrecords.com/world-records/432893-most-money-pledged-to-a-kickstarter-boardgame>> consultado em 31 de março de 2019].

¹⁴ De acordo com um estudo promovido pelo Cambridge Centre for Alternative Finance, a indústria de *crowdfunding* de capital europeia cresceu 37% entre 2015 e 2016, apresentando um peso de 219 milhões de euros no final de 2016; em 2014-2015, esse crescimento tinha sido de 93% [ver TANIA ZIEGLER *et al.*, “Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2018) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf> consultado em 31 de maio de 2019]. Notavelmente, o ano de 2017 assistiu a uma diminuição do peso da indústria do *crowdfunding* de capital na Europa para 211 milhões de euros [ver TANIA ZIEGLER *et al.*, “Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance

que distingue o *crowdfunding* de capital de outros tipos de financiamento colaborativo é a natureza da contrapartida conferida aos investidores em razão do capital investido – e que, no caso do *crowdfunding* de capital, se concretiza na atribuição de direitos de participação no capital social, na distribuição de dividendos, ou na partilha de lucros da estrutura financiada.

Contudo, e apesar da sua crescente popularidade, o *crowdfunding* de capital comporta vários riscos importantes que afetam especialmente – ou, por vezes, exclusivamente – os investidores que participam neste tipo de campanhas. Por este motivo, tem vindo a ser sugerido que o crescimento sustentado desta modalidade de *crowdfunding* está dependente da aprovação de regras jurídicas capazes de proteger adequadamente esses investidores¹⁵. O desafio regulatório que se impõe reside, então, em limitar os riscos inerentes ao *crowdfunding* de capital sem eliminar os benefícios que explicam o seu sucesso.

Benchmarking Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2019) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf> consultado em 31 de maio de 2019].

¹⁵ Ver Crowdfunding Hub, “Current State of Crowdfunding in Europe: An Overview of the Crowdfunding Industry in More than 25 Countries: Trends, Volumes & Regulations” (2016) <https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEPR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf> consultado em 31 de maio de 2019.

Em Portugal¹⁶, o tiro de partida para a regulação do *crowdfunding* de capital¹⁷ foi dado pelo novo Regime Jurídico do Financiamento

¹⁶ Não existe muita informação disponível sobre a dimensão da indústria de *crowdfunding* de capital em Portugal. À data deste manuscrito, existiam apenas cinco entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* registadas em Portugal – a IZILEND, S.A., a Lincefunding, AS, a Power Parity, Lda, a Querido Investi S.A. e a RAIZECROWD – Serviços de Informação e Tecnologia, Sociedade Unipessoal, Lda. – as quais gerem, correspondentemente, cinco plataformas de *crowdfunding* registadas, também elas, junto da CMVM – a Izilend, a Clicinvest, a Go Parity, a Querido Investi e a Raize – e, notavelmente, nenhuma delas se propõe a intermediar exercícios de financiamento colaborativo de capital; pelo contrário, todas estas entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* encontram-se exclusivamente dedicadas ao financiamento colaborativo por empréstimo (ver Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, “Sistema de Difusão de Informação – Financiamento Colaborativo” <https://web3.cmvm.pt/sdi/crowdfunding/ficha_ecf.cfm?num_ent=%26%23%24SY%22%2DI9%0A> consultado em 31 de maio de 2019). Ainda assim, é importante notar que Portugal apresenta um número muito significativo de pequenas e médias empresas, com um peso de cerca de 2/3 na economia portuguesa – o qual contrasta positivamente com a média de 57% verificada no seio da União Europeia [ver European Commission, “2016 SBA Fact Sheet – Portugal” (Internal market, industry, entrepreneurship and SMEs 2016) <<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/22382/attachments/28/translations/en/renditions/native>> consultado em 31 de março de 2017]. Assim, há certamente margem para que o *crowdfunding* de capital venha a desempenhar um papel importante na economia portuguesa – ainda que o potencial desta modalidade alternativa de financiamento ainda não se tenha traduzido no registo de plataformas de financiamento colaborativo dedicadas a esta modalidade de financiamento. Entretanto, o potencial do *crowdfunding* de capital para transformar a economia portuguesa parece ter sido também reconhecido pelo Governo Português, o qual celebrou recentemente um contrato com a Seedrs and Portugal Ventures para promover esta modalidade de financiamento em território português [ver CRISTIANA FARIA MOREIRA, “Estado junta-se ao “crowdfunding” da Seedrs para investir em startups portuguesas” (*Observador*, 30 de março de 2017) <<http://observador.pt/2017/03/30/estado-junta-se-ao-crowdfunding-da-seedrs-para-investir-em-startups-portuguesas/>> consultado em 31 de maio de 2019].

¹⁷ Para uma discussão sobre o regime aplicável ao financiamento colaborativo de capital em Portugal, ver, entre outros, DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento Colaborativo de Capital (Equity Crowdfunding)”, *FinTech – Desafios da Tecnologia Financeira* (2.ª edição, Almedina 2017); VASCO COSTA, “A Regulação do Financiamento Colaborativo ou ‘Crowdfunding’ – em especial o caso português” (2018) 59 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* 8; e ANA SÁ COUTO e FREDERICO ROMANO COLAÇO, “Portugal: o equity

Colaborativo¹⁸. Mais recentemente, a regulação desta modalidade de *crowdfunding* foi enformada pela aprovação de um novo regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) relativo ao financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo¹⁹, o qual entrou finalmente em vigor com a aprovação do regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo²⁰.

Esta publicação discute o mérito das soluções avançadas pelo legislador português em resposta aos riscos inerentes ao financiamento colaborativo de capital²¹.

Uma vez que os mecanismos que presidem ao *crowdfunding* são relativamente inovadores²², este trabalho enceta com uma discussão e esclarecimento sobre o conceito de *crowdfunding* (Capítulo 2).

crowdfunding e os meios alternativos de financiamento” (2015) 39–2015 *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* 130.

¹⁸ Cfr. Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto (na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro).

¹⁹ Cfr. Regulamento da CMVM n.º 1/2016 – Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo.

²⁰ Cfr. Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro. Cfr. também Regulamento da CMVM n.º 1/2016, art. 21.º, que dispõe que “[o Regulamento da CMVM n.º 1/2016] entra em vigor na data de entrada em vigor do regime aplicável à violação do regime jurídico do financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo.”

²¹ É previsível que a indústria do *crowdfunding* portuguesa venha ainda a ser regulada, a breve trecho, por um regulamento europeu aplicável às plataformas de *crowdfunding* [cfr. a “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business” ou “Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas” disponível para consulta em <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>>]. Este texto faz algumas referências à proposta do legislador comunitário, mas foca-se, sobretudo, no regime *atualmente* aplicável ao *crowdfunding* em Portugal – e, em particular, na resposta concretamente encontrada pelo legislador português para o desafio regulatório do *crowdfunding* de capital.

²² Ver ZACHARY GRIFFIN, “Crowdfunding: Fleecing the American Masses” (2013) 4 *Journal of Law, Technology & the Internet* 375 [citado por Gerrit KC Ahlers *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955].

Prosseguimos, depois, com uma breve análise das várias modalidades de financiamento colaborativo que podem ser acedidas por empreendedores e investidores (Capítulo 3), para nos focarmos, enfim, na necessidade de regular o financiamento colaborativo de capital em particular (Capítulo 4). A nossa discussão encerra com uma análise crítica do enquadramento legal presentemente aplicável ao financiamento colaborativo de capital em Portugal (Capítulo 5).

Em última análise, concluímos pela necessidade de afinar a regulação do *crowdfunding* de capital em Portugal a fim de alcançar um equilíbrio satisfatório entre a sua viabilização enquanto alternativa de financiamento útil, em particular, às PME's e a importância de proteger os investidores que participam neste tipo de campanhas. Apresentamos, para tanto, várias sugestões.

Consideramos, contudo, que o sucesso do *crowdfunding* de capital não está apenas dependente do alcance deste equilíbrio entre a necessidade de facilitar o acesso das PME's a fontes de financiamento alternativas e a necessidade de proteger os impulsionadores desse financiamento: tal equilíbrio é certamente condição necessária para que o *crowdfunding* de capital consiga cumprir integralmente o seu potencial enquanto forma alternativa de financiamento – mas não é condição suficiente.

Uma visão integral sobre o potencial do *crowdfunding* de capital deve abarcar, ainda – e, talvez, sobretudo – o que esta forma de financiamento tem de único: o facto de o financiamento colaborativo ser uma experiência de investimento de cariz marcadamente social e comunitário. Depositamos, assim, a nossa esperança em (futuros) exercícios académicos que venham a explorar essa faceta do *crowdfunding* – e os termos em que o Direito pode contribuir para alavancar o potencial que lhe é inerente.

Deste modo, esperamos que futuras iniciativas regulatórias, quer provenientes do legislador português quer de outras fontes, reconheçam a necessidade de atualizar o enquadramento legal do *equity crowdfunding* sempre que isso seja necessário para acompanhar a sua evolução e para permitir, em última instância, o integral desenvolvimento do seu

potencial para transformar o paradigma que preside às relações que se formam entre os investidores e os controladores dos empreendimentos para os quais o capital destes investidores é canalizado²³.

²³ Neste contexto a palavra “controladores” é utilizada informalmente (ou em termos económicos) para referir não apenas os sócios detentores de participações sociais maioritárias, mas também os membros dos órgãos executivos, incluindo gestores e administradores.

2. Aproximação a um conceito de *crowdfunding*

2.1. A inovação do legislador português

O ano de 2015 assistiu à aprovação do regime jurídico do financiamento colaborativo português. De acordo com o artigo 2.º da Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto (“Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo” ou “RJFC”), o financiamento colaborativo é “o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais”²⁴.

A consagração de uma definição expressa de *crowdfunding* na lei portuguesa não encontra praticamente paralelo nas abordagens seguidas noutros ordenamentos jurídicos²⁵. De facto, a maioria das jurisdições que optou por regular o *crowdfunding* evita comprometer-se com definições explícitas de “*crowdfunding*”, limitando-se a estabelecer o conjunto de circunstâncias²⁶ – muitas vezes associadas ao financiamento

²⁴ Cfr. RJFC, art. 2.º

²⁵ De entre as jurisdições analisadas – incluindo a Inglesa, a Alemã, a Francesa, a Italiana, a Espanhola e a Norte-Americana – apenas em Espanha, onde o *crowdfunding* é regulado pela *Ley 5/2015*, de 27 de abril de 2015 (“*Lei de fomento de la financiación empresarial*”), conseguimos adivinhar uma definição indireta de *crowdfunding* (cfr. Artículo 46 da *Ley de fomento de la financiación empresarial*).

²⁶ É o caso do Reino Unido, que regula o *crowdfunding* (designadamente de capital) através do Instrumento FCA 2014/13 (“*Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014*”) e dos EUA, onde a necessidade de promover o acesso ao *crowdfunding* (de capital) foi um dos motivos que levou à aprovação do Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act) e, posteriormente, das alterações

de empresas de pequena ou média dimensão²⁷ – que pode justificar o afastamento (ou eventual modificação) dos enquadramentos jurídicos que normalmente regulam o respetivo sistema financeiro (e que são aplicáveis, designadamente, às ofertas públicas de valores mobiliários, à atividade bancária, ou ao investimento em capital de risco), e/ou a regular, mais especificamente, as plataformas eletrónicas que medeiam esta atividade²⁸.

É de supor que a reticência experimentada pela maior parte das ordens jurídicas em consagrar de modo expresso um conceito de *crowdfunding* possa prender-se, em primeira instância, com o facto de este ser um fenómeno que apenas recentemente assumiu um lugar de destaque na agenda regulatória mundial²⁹. Efetivamente, ainda que o *crowdfunding*

Promovidas pelo Regulation A+ ao Regulation A e, bem assim, das regras finais da SEC sobre *crowdfunding* (United States Securities and Exchange Commission, “Crowdfunding: Final Rule” 17 CFR Parts 200, 226, 232, 239, 240, 249, 269 and 274, ou “Regulation Crowdfunding”).

²⁷ É o que acontece na Alemanha, onde vigora o *Kleinanlegerschutzgesetz*, de 9 de julho de 2015 (“*Kleinanlegerschutzgesetz*”) e em Itália, com o Decreto-legge n. 179 del 18 ottobre 2012, coordinato con la legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221 (“*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*”) – que veio alterar o Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (“*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*”) – e o Regolamento 18592, de 26 de junho de 2013 (“*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*”). Nos EUA, o Regulation A+ não faz nenhuma referência específica a empresas de pequena ou média dimensão, ou a *start-ups*, mas cumpre notar que este instrumento é um produto da Section 401 do JOBS Act, a legislação escolhida pelo legislador federal para incitar a SEC a facilitar o financiamento das pequenas e médias empresas através do *crowdfunding* de capital (o que veio a acontecer, em 2015, com a aprovação do Regulation Crowdfunding).

²⁸ Ver, a título de exemplo, a Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, cujo campo de aplicação (subjeto) se encontra limitado às pessoas legais que se pretendam registar (ou que já se encontrem registadas) como plataformas prestadoras de serviços de *crowdfunding* (ao abrigo do artigo 10.º da referida proposta).

²⁹ O conceito de *crowdfunding* não é novo, sendo há muito utilizado no âmbito do financiamento de campanhas políticas ou de projetos comunitários [ver C. STEVEN BRA-

não seja, em rigor, uma invenção recente, só com a generalização do acesso à Internet é que começou a experimentar verdadeiro crescimento – despertando, desta forma, a atenção da indústria, da doutrina e dos reguladores. Porque é um fenómeno pouco estudado – inserido num mercado jovem e particularmente dinâmico³⁰ – o *crowdfunding* é, ainda hoje, um fenómeno relativamente pouco compreendido.

É com o objetivo de compreender melhor o que é o *crowdfunding* que o próximo capítulo se propõe a identificar os elementos (essenciais e eventuais) que (necessariamente ou tipicamente) o caracterizam. A discussão do que se deve entender por *crowdfunding* encerra com uma crítica à definição avançada pelo RJFC português – a qual abrange tanto uma discussão sobre a necessidade de colocar uma definição de financiamento colaborativo no coração do regime jurídico aplicável a esta atividade, como uma análise dos vários elementos que efetivamente compõem a definição encontrada pelo legislador português.

2.2. Introdução aos elementos essenciais e eventuais da definição de *crowdfunding*

O *crowdfunding* é geralmente apontado como uma modalidade de *crowdsourcing*³¹.

DFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

³⁰ Ver Space Tec Capital Partners, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014).

³¹ Na medida em que são ambos termos de difícil definição, o *crowdfunding* é por vezes confundido com o *crowdsourcing*, mas a opinião generalizada parece ser a de que o *crowdfunding* é um subtipo do *crowdsourcing*.

O *crowdsourcing* foi definido pela primeira vez por Howe, em 2006³², como uma modalidade de resolução de problemas³³ no âmbito da qual o poder (ou a “*sabedoria*”³⁴) das multidões é reunido com o objetivo de produzir soluções³⁵ – sendo a qualidade das soluções encontradas determinadas em função do número de pessoas³⁶ que para elas contribui³⁷. No contexto do *crowdsourcing* – tal como definido por Howe em pleno século XXI – as pessoas que participam na obtenção de soluções são tipicamente reunidas através da Internet³⁸.

Mas o que distingue o *crowdfunding* enquanto submodalidade particular do *crowdsourcing*? Na tentativa de isolar um conceito de *crowdfunding*, vários elementos podem ser apontados como caracterizadores do fenómeno; alguns são necessários à definição *crowdfunding* (elementos

³² Ver JEFF HOWE, “The Rise of Crowdsourcing” (*Wired*, 1 June 2006) <<http://www.wired.com/2006/06/crowds/>> consultado em 25 de fevereiro de 2016.

³³ Ver DAREN C. BRABHAM, “Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases” (2008) 14 *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies* 75.

³⁴ Ver JAMES SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds* (First Anchor Books Edition, Abacus 2005).

³⁵ Ver JOAN MACLEOD HEMINWAY e SHELDEN RYAN HOFFMAN, “Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933” (2011) 78 *Tennessee Law Review* 879.

³⁶ Nas palavras do escritor britânico Terry Pratchett, “a inteligência dessa criatura conhecida como ‘multidão’ é a raiz quadrada do número de pessoas que a compõem” [ver TERRY PRATCHETT, *Jingo: Discworld – The City Watch Collection* (Gollancz 2014), tradução livre].

³⁷ Ver DAREN C. BRABHAM, “Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases” (2008) 14 *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies* 75.

³⁸ Ver THOMAS LEE HAZEN, “Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure” (2012) 90 *North Carolina Law Review* 1735; e JOAN MACLEOD HEMINWAY e SHELDEN RYAN HOFFMAN, “Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933” (2011) 78 *Tennessee Law Review* 879.

essenciais), enquanto outros são apenas ilustrativos do fenómeno (elementos eventuais).

2.2.1. Os elementos essenciais da definição de *crowdfunding*

Entre os elementos essenciais que invariavelmente acompanham a descrição de fenómenos de *crowdfunding* contam-se (i) a sua identificação com um meio alternativo de financiamento obtido junto de um conjunto alargado de pessoas e (ii) a dependência deste tipo de financiamento da utilização de plataformas eletrónicas ligadas à Internet³⁹.

O recurso à multidão é, como vimos, típico de todos os fenómenos de *crowdsourcing*. O *crowdfunding* distingue-se, então, de outras modalidades de *crowdsourcing*, na medida em que a solução procurada junto

³⁹ A maioria das entidades responsáveis pela regulamentação do *crowdfunding* apontam a utilização da Internet como um elemento essencial do *crowdfunding* enquanto fenómeno juridicamente relevante. A FCA do Reino Unido, por exemplo, defende que o *crowdfunding* é uma forma de financiamento dependente da utilização de portais *on-line* denominados de plataformas de *crowdfunding* [cfr. Financial Conduct Authority – Strategy and Competition Division, “A Review of the Regulatory Regime for Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities by Other Media” (2015)]. Da mesma forma, também a BaFIN alemã [cfr. V. MÜLLER-SCHMALE, “Crowdfunding: Supervisory Requirements and Investor Responsibility” (BaFIN – Federal Financial Supervisory Authority 2014)], a CONSOB italiana (cfr. CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, “Investor Education: Important Things to Know before Investing in Innovative Start-Ups through a Portal”) e a SEC norte-americana [cfr. SEC – Securities and Exchange Commission, “Proposed Rules: Crowdfunding” (2013)] entendem que o *crowdfunding* implica a angariação de capital através de plataformas ancoradas na Internet. Por fim, a própria União Europeia também tem vindo a assinalar que o *crowdfunding* é uma forma alternativa de financiamento dependente da utilização da Internet [cfr. Comissão Europeia, “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Aproveitar o Potencial do Financiamento Coletivo na União Europeia” (2014) COM(2014) 172 final e, mais recentemente, a Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, art. 3.º(1) (a)-(b)].

da multidão de *crowdfunders* se prende, especificamente, com a obtenção de financiamento⁴⁰ – de capital, por oposição a ideias ou serviços, por exemplo⁴¹.

Neste sentido, o *crowdfunding* pode ser definido como uma forma *alternativa* de financiamento vocacionada para a obtenção de fundos junto de uma *pluralidade* de indivíduos⁴² – e que, nesse sentido, pode ser contrastada tanto com as formas *tradicionais* de financiamento (o financiamento bancário e o financiamento junto do mercado de capitais), como com as formas *alternativas* de financiamento que, contudo, resultam da obtenção de fundos junto de um *pequeno número* de investidores qualificados⁴³ (designadamente, as entidades dedicadas ao capital de risco)⁴⁴.

⁴⁰ Deste modo, o *crowdfunding* pode ser encarado como a “variação financeira” do *crowdsourcing* [ver Space Tec Capital Partners, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016]. Isto não significa que o *crowdfunding* não implique, por vezes, a participação da multidão em decisões estratégicas e, designadamente, a atribuição de direitos de voto aos investidores [ver JOAN MACLEOD HEMINWAY e SHELDEN RYAN HOFFMAN, “Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933” (2011) 78 *Tennessee Law Review* 879].

⁴¹ Ver ANDREW A. SCHWARTZ, “Crowdfunding Securities” (2013) 88 *Notre Dame Law Review* 1457.

⁴² Ver PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585.

⁴³ Ver, a título de exemplo, JOAN MACLEOD HEMINWAY e SHELDEN RYAN HOFFMAN, “Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933” (2011) 78 *Tennessee Law Review* 879 e ARMIN LARRALDE e BENJAMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures”, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (Douglas Cumming, Oxford University Press 2012).

⁴⁴ No ordenamento jurídico português, a atividade de investimento em capital de risco é regulada pelo Regime Jurídico do Capital de Risco (RJCR) e as entidades nela participantes são classificadas de investidores profissionais pelo artigo 30.º, n.º 1, alínea f) do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

Deste modo, o *crowdfunding* caracteriza-se, ainda, por limitar o papel habitualmente desempenhado por intermediários e investidores profissionais no financiamento de empreendimentos e projetos – incentivando antes o empreendedor a dirigir-se diretamente a uma multidão dispersa, tipicamente não-coordenada e frequentemente não-profissional⁴⁵.

Em segundo lugar, e ainda que, no rigor dos conceitos, o *crowdfunding* seja apenas e só isso mesmo, *i.e.* a obtenção de fundos junto de um conjunto alargado de indivíduos, importa notar que o *crowdfunding* apenas adquiriu relevância regulatória com o desenvolvimento da segunda geração da Internet (ou Web 2.0)⁴⁶.

De facto, a generalização do acesso à Internet que distingue a Web 2.0 foi fundamental para o desenvolvimento do *crowdfunding*, contribuindo significativamente para a redução dos custos de transação necessariamente inerentes à angariação de fundos provenientes de uma multiplicidade de investidores⁴⁷ – nomeadamente através da eliminação de algumas das fricções inerentes às relações estabelecidas entre os vários participantes na campanha (incluindo tanto investidores como

⁴⁵ Ver ARMIN LARRALDE e BENJAMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures”, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (Douglas Cumming, Oxford University Press 2012).

⁴⁶ Ver PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585. A Web 2.0 corresponde à segunda geração da Internet e à sua transformação numa plataforma capaz de ligar dispositivos e pessoas em redes de permanente partilha de informação [ver OTHMAR MANFRED LEHNER, “Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda” (2012) 15 *Venture Capital* 289; e TIM O’REILLY, “What Is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software” (2007) 65 *International Journal of Digital Economics* 17].

⁴⁷ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1. De acordo com AGRAWAL *et al.*, esta diminuição de custos deve-se sobretudo ao baixo custo das pesquisas *on-line* [ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63].

empreendedores)⁴⁸. Mais concretamente, a Web 2.0 permite às campanhas de *crowdfunding* dispensar a presença de intermediários financeiros tradicionais⁴⁹, cujo papel passa a ser suficientemente desempenhado por plataformas eletrónicas necessariamente ligadas à Internet e capazes de promover o encontro imediato entre agentes com interesses complementares, independentemente do seu grau de dispersão geográfica⁵⁰.

Assim, é só com o advento da Web 2.0, do *crowdfunding on-line* e das plataformas eletrónicas especializadas em *crowdfunding*⁵¹ que esta modalidade alternativa de financiamento se passa a assumir como uma solução credível para (pequenos e médios) empreendedores com necessidades de capital⁵². Por esse motivo, e ainda que o *crowdfunding* não te-

⁴⁸ Ver SARA HANKS, “Online Capital-Raising by Small Companies in the USA after the JOBS Act Compared to the Same Process in the European Union” (2013) 8 *Capital Markets Law Journal* 261.

⁴⁹ Segundo AGRAWAL *et al.*, a diminuição dos custos de comunicação inerente ao *crowdfunding* pode facilitar, por sua vez, o processo de angariação de informação e monitorização dos empreendimentos financiados [ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63] – funções tipicamente delegadas em intermediários financeiros tradicionais [ver JOHN ARMOUR *et al.*, *Principles of Financial Regulation* (Oxford University Press 2016)].

⁵⁰ Ver ARMIN LARRALDE e BENJAMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures”, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* [DOUGLAS CUMMING, Oxford University Press 2012; e KAREN E. WILSON and MARCO TESTONI, “Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets” (2014) August 2014 *Bruegel Policy Contribution*].

⁵¹ Ver Space Tec Capital Partners, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016.

⁵² De acordo com BRADFORD, apesar de a ideia geral por de trás do *crowdfunding* não ser necessariamente nova, o *crowdfunding*, enquanto fenómeno alicerçado na Internet, é relativamente recente e o termo só começou a ser utilizado a partir de 2006 [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia*

nha de ser, rigorosamente, promovido através da Internet, assumimos⁵³ que o financiamento colaborativo, enquanto fenómeno juridicamente relevante – e no sentido em que é regulado, tanto a nível nacional como internacional – assenta sempre na utilização de plataformas eletrónicas especializadas⁵⁴.

2.2.2. Os elementos eventuais da definição de *crowdfunding*

Vimos já que o *crowdfunding* se apresenta, *necessariamente*, como (i) uma modalidade alternativa de financiamento no âmbito da qual o capital angariado provém de um número alargado de investidores, (ii) cujas contribuições são reunidas através de uma plataforma *on-line* – sendo estes os únicos dois elementos essenciais à identificação de qualquer

Business Law Review 1)]

⁵³ Em linha, de resto, com a generalidade da doutrina [ver, entre outros, PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585; OTHMAR MANFRED LEHNER, “Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda” (2012) 15 *Venture Capital* 289; C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1; SAMUEL S. GUZIK, “SEC Crowdfunding Rulemaking Under the Jobs Act – An Opportunity Lost?” <<http://papers.ssrn.com/abstract=2393897>> consultado em 31 de março de 2016; JOAN MACLEOD HEMINWAY, “Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the ‘Crowd’” (2014) 38 *Vermont Law Review* 827; e Space Tec Capital Partners, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016].

⁵⁴ Ver Space Tec Capital Partners, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016.

fenómeno de financiamento colaborativo eventualmente merecedor de atenção regulatória⁵⁵.

Notamos agora que a maioria das campanhas de *crowdfunding* são, ainda, *frequentemente* caracterizadas por implicarem (iii) a canalização de fundos para o financiamento de projetos específicos⁵⁶, (iv) os quais são levados a cabo por parte de empresas de pequena ou média dimensão⁵⁷, e em que (v) as contribuições de cada investidor para a empresa ou projeto financiado tendem a apresentar valores relativamente reduzidos⁵⁸. Estes elementos (eventuais) da definição de *crowdfunding* ajudam a ilustrar e a caracterizar o financiamento coletivo tal como este se costuma apresentar na prática – mas não são absolutamente determinantes para classificar um esforço de angariação de fundos como *crowdfunding*, nem

⁵⁵ Como veremos, o financiamento colaborativo apresenta várias modalidades, nem todas merecedoras de tratamento regulatório (ver Capítulo 3 *infra*).

⁵⁶ Aqui as jurisdições dividem-se: se os regimes de *crowdfunding* propostos ou avançados pela União Europeia, pela BaFIN, pela CONSOB, pela SEC e pela lei espanhola se referem concretamente ao financiamento de projetos específicos, já as regras sugeridas pela FCA e pelo RJFC português abarcam firmemente a possibilidade de o *crowdfunding* se destinar à capitalização da atividade de determinada entidade na sua globalidade.

⁵⁷ Importa notar que algumas das iniciativas legislativas que se ocupam do *crowdfunding* o fazem através de instrumentos que têm por objeto empresas de pequena dimensão, *start-ups* ou empresas especialmente inovadoras. Cumpre, contudo, destacar que, em muitos destes casos, *i.e.*, nos casos alemão e norte-americano, o *crowdfunding* não é necessariamente identificado com o financiamento desta categoria de empresas; o motivo para a regulamentação do *crowdfunding* através deste tipo de instrumentos prender-se-á, simplesmente, com o facto de este ser um modo de financiamento particularmente atraente para estas empresas, tornando-se mais urgente a consagração de uma exceção com este âmbito específico. Já em Itália, o recurso ao *crowdfunding* encontrava-se inicialmente limitado a *start-ups* inovadoras, mas foi estendido pelo “Decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017” a todas as pequenas e médias empresas.

⁵⁸ Aspeto mencionado pela União Europeia, pela CONSOB e pela SEC – mas ignorado pela FCA, pela BaFIN e pelas leis espanhola e portuguesa (cfr. nota de rodapé n.º 64 *infra*).

devem limitar necessariamente o âmbito de aplicação de um regime que se lhe dirija.

De facto, se, em termos práticos, o principal enfoque do *crowdfunding* reside no financiamento de projetos específicos tutelados por empresas de pequena dimensão e se este enfoque é, até, expectável – na medida de que é a estas empresas que o *crowdfunding* tipicamente mais pode aproveitar⁵⁹ –, a verdade é que nada no conceito de *crowdfunding* obsta efetivamente a que este modo de financiamento seja canalizado para a capitalização de empresas e empreendimentos de maior dimensão.

Assim, não somos insensíveis ao argumento de que, na medida em que o *crowdfunding* possa dar lugar à aplicação de um regime especial, seja desejável definir com precisão o campo de aplicação desse regime – e admite-se, de resto, que esse regime possa aproveitar apenas às empresas que mais dificuldade têm em aceder a outras fontes de financiamento: precisamente às pequenas e médias empresas. No entanto, parece-nos que a limitação da possibilidade de aproveitamento de determinado “regime do *crowdfunding*” a certo tipo de empresas – a existir – deverá corresponder a uma mera opção de política legislativa, em nada devendo afetar a definição substantiva de *crowdfunding* enquanto fenómeno pré-regulatório, suscetível de tratamento jurídico⁶⁰.

⁵⁹ Ver JASON W. PARSONT, “Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption” (2014) Spring 2014 *Harvard Business Law Review*, p. 283.

⁶⁰ Em sentido contrário, BRADFORD considera que o *crowdfunding* resulta do casamento entre a noção de *crowdsourcing* e a noção de microfinanciamento, implicando, do ponto de vista da origem do financiamento, a angariação de contribuições provenientes de um número alargado de investidores – *crowdsourcing* – e, do ponto de vista do seu destinatário, a canalização de fundos para pequenas empresas – microfinanciamento [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1]. No mesmo sentido, ver, também, LARS HORNUF e ARMIN SCHWIENBACHER, “Should Securities Regulation Promote Crowdinvesting?” (2017) 49 *Small Business Economics* 579.

Não surpreende, também, que o *crowdfunding* seja (ainda) associado ao financiamento de projetos específicos: na verdade, a história do *crowdfunding* é, precisamente, a história de pessoas singulares e da sua procura de financiamento para projetos específicos, tipicamente na área das artes, ou das novas tecnologias⁶¹. Já o recurso ao *crowdfunding* por empresas (por oposição a pessoas singulares), com o objetivo de financiar a sua atividade global (por oposição a um projeto em particular) é uma tendência mais recente e que se encontra mais frequentemente associada a modalidades de *crowdfunding* de admissibilidade jurídica mais problemática: o financiamento colaborativo por empréstimo e o financiamento colaborativo de capital⁶².

Em última instância, não nos parece que o conceito de *crowdfunding* deva ter o seu escopo limitado ao financiamento de projetos específicos. De resto, quaisquer dúvidas quanto à admissibilidade das modalidades de *crowdfunding* mais orientadas para o financiamento da atividade corrente das empresas prometem desaparecer à medida a que estas vão sendo reguladas – esperando-se que esse esforço legislativo contribua para que cada vez mais empresas equacionem recorrer ao *crowdfunding* para financiar a generalidade da sua atividade⁶³.

Por fim, o facto de o *crowdfunding* ser tipicamente⁶⁴ caracterizado pela reduzida dimensão da contribuição de cada elemento individual

⁶¹ Ver DAVID FREEDMAN e MATTHEW NUTTING, “A Brief History of Crowdfunding – Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA” <<https://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf>> consultado em 31 de março de 2016.

⁶² O financiamento colaborativo por empréstimo e o financiamento colaborativo de capital correspondem às únicas modalidades de *crowdfunding* que levantam dúvidas quanto à sua admissibilidade e que podem carecer de regulamentação especial (cfr. Capítulo 3 *infra*).

⁶³ Em sentido semelhante, ver OTHMAR MANFRED LEHNER, “Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda” (2012) 15 *Venture Capital* 289.

⁶⁴ Neste sentido, o regulador italiano assinala que o *crowdfunding* é um processo de financiamento caracterizado pela canalização de pequenas contribuições (cfr. CONSOB

da multidão de investidores que participam na campanha de financiamento colaborativo parece-nos uma mera decorrência da circunstância de os pedidos de financiamento coletivo serem, por definição, dirigidos a um conjunto alargado de potenciais financiadores. Por esse motivo, é expectável que muitos desses investidores contribuam com muito pouco para o beneficiário do financiamento a nível individual. Não é, porém, forçoso que todos os investidores contribuam em termos tão limitados – e, de resto, a participação de investidores institucionais e de investidores qualificados com maior capacidade económica em exercícios de *crowdfunding* não é infrequente.

Em última análise, somos, assim, da opinião de que a chave para classificar um exercício de angariação de fundos como “*crowdfunding*” reside no facto de a chamada de capital ser dirigida a uma multiplicidade de pessoas; a quantidade de pessoas que efetivamente responde a essa chamada – ou a intensidade dessa resposta – é, em bom rigor, irrelevante.

Concluimos, assim, que a definição de *crowdfunding* apenas depende da existência de uma oferta dirigida a uma multiplicidade de pessoas, por intermédio de uma plataforma eletrónica dedicada. A constatação de que o *crowdfunding* é normalmente utilizado por pequenas empresas no financiamento de projetos específicos, ou de que a maioria das campanhas de *crowdfunding* redundam na recolha de contribuições individuais de pequena dimensão são úteis para perceber melhor o *crowdfunding* – a sua importância e os riscos que lhe estão associados – mas não são essenciais à sua caracterização.

– Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, “Investor Education: Important Things to Know before Investing in Innovative Start-Ups through a Portal”). Também o legislador comunitário e a SEC apontam a angariação de contribuições individuais de pequeno montante como característica típica do *crowdfunding* [cfr., respetivamente, Comissão Europeia, “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia” (2014) COM(2014) 172 final; e SEC – Securities and Exchange Commission, “Proposed Rules: Crowdfunding” (2013)].

2.3. Breve crítica à definição de *crowdfunding* constante do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo português

Analizados os elementos que compõem o conceito de *crowdfunding*, cumpre apreciar a definição de *crowdfunding* avançada pelo legislador português no artigo 2.º do RJFC.

De acordo com o legislador português, os elementos que caracterizam o financiamento colaborativo são o facto de este ser (i) um “tipo de financiamento”, no âmbito do qual se canalizam fundos para (ii) “entidades, [e] suas atividades e projetos”, através do respetivo (iii) “registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet”, as quais medeiam (iv) “a angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais”. Apesar de, à primeira vista, a definição do legislador português se encontrar essencialmente alinhada com os termos em que caracterizámos o *crowdfunding*, o artigo 2.º do RJFC merece-nos alguns reparos.

Antes de mais, compreende-se mal o (solitário) exercício do legislador português de consagrar em letra de lei uma definição que se refere a um fenómeno pouco trabalhado pela doutrina e altamente moldável pelo desenvolvimento tecnológico⁶⁵. De resto, importa notar que a maioria das ordens jurídicas que se debruça sobre o financiamento colaborativo se abstém efetivamente de colocar uma definição de “*crowdfunding*” no centro do respetivo regime regulatório⁶⁶ – limitando-se, antes, a descrever as *circunstâncias* em que as obrigações constantes das regras que,

⁶⁵ Desta opção resultam, ainda, os problemas de que nos ocupamos no Capítulo 5 *infra*.

⁶⁶ Geralmente, o recurso a definições de *crowdfunding* com relevância regulatória limita-se, quando existe, a auxiliar a regulação das plataformas que facilitam este tipo de atividade, não desempenhando um papel *direto* na regulação da atividade de financiamento colaborativo *em si* (ao contrário do que acontece com o regime português). Veja-se, a título de exemplo, a Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, que apenas regula a atividade das plataformas eletrónicas que pretendem intermediar exercícios de *crowdfunding*.

nesses ordenamentos jurídicos, são aplicáveis à obtenção de financiamento através dos mercados bancário e de capitais podem ser afastadas (e eventualmente substituídas por outras obrigações, menos onerosas).

Parece-nos, ainda, que uma definição de *crowdfunding* tão abrangente como a utilizada pelo legislador português para ancorar o RJFC desconsidera (injustificadamente) o facto de o *crowdfunding* abranger várias sub-modalidades muito diferentes – e desconsidera, principalmente, o facto de nem todas essas sub-modalidades serem merecedoras de tratamento legislativo especial⁶⁷.

Efetivamente, entre as várias modalidades de *crowdfunding* abrangidas pela definição do artigo 2.º do RJFC (e, consequentemente, sujeitas a boa parte do RJFC) encontram-se o financiamento colaborativo através de donativo e o financiamento colaborativo com recompensa⁶⁸, os quais não levantam problemas de maior – e são, de resto, habitualmente excluídos das reformas regulatórias que se têm vindo a dedicar ao tratamento jurídico do *crowdfunding* um pouco por toda a Europa.

Não se percebe, assim, porque é que o legislador aproveitou o RJFC para descrever as várias modalidades de *crowdfunding* existentes, ou com que objetivo é que se dispôs a regular variantes de financiamento colaborativo⁶⁹ que são já suficientemente tratadas noutros instrumentos jurídicos do Direito português⁷⁰. Em última instância, teria sido preferí-

⁶⁷ Cfr. Capítulo 3 *infra*.

⁶⁸ Melhor descritos no artigo 3.º do RJFC e no Capítulo 3 *infra*.

⁶⁹ Em particular, entendem-se mal as limitações estabelecidas em relação às ofertas feitas no âmbito de campanhas de financiamento colaborativo através de donativo ou de campanhas de financiamento colaborativo com recompensa constantes do artigo 13.º do RJFC (cfr. Capítulo 5 *infra*).

⁷⁰ Parecem ser suficientes, designadamente, os mecanismos constantes do Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de novembro, na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 13/2019, de 12 de fevereiro (“Código Civil”), da Lei n.º 24/96, de 31 de julho, na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 47/2014, de 28 de julho (“Lei de Defesa do Consumidor”), do Decreto-Lei n.º 24/2014, de 14 de fevereiro, na redação que lhe foi conferida pelo Decreto-Lei n.º 78/2018, de 15 de outubro (“Regime Jurídico dos Contratos Celebrados

vel que o RJFC tivesse seguido o exemplo de outras ordens jurídicas e se tivesse absterido, com elas, de regular, em particular, o financiamento colaborativo através de donativo ou com recompensa.

Mas mesmo que se entendesse que o legislador português esteve bem em ancorar o RJFC numa definição de *crowdfunding* com relevância regulatória, consideramos, ainda assim, que nem todos os aspetos desta definição vão de encontro às características habitualmente associadas a fenómenos de financiamento colaborativo, nos termos em que estas foram elencadas acima.

Por um lado, é certo que o *crowdfunding* é (i) uma modalidade (alternativa) de financiamento – e, bem assim, que (ii) o financiamento obtido através do *crowdfunding* tanto pode contribuir para financiar os projetos das entidades que a ele recorram, como, diretamente, as próprias entidades (na prossecução da sua atividade global). É, ainda, de assinalar positivamente que o RJFC limite o conceito de *crowdfunding*, para efeitos regulatórios, aos tipos de financiamento que são mediados por (iii) “plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet”⁷¹.

Consideramos, porém, que o legislador português esteve menos feliz ao determinar que o *crowdfunding* se faz através da angariação de parcelas de financiamento (iv) “provenientes de um ou vários investidores individuais”. Como já tivemos oportunidade de notar, ao conceito de *crowdsourcing* – e, mais especificamente, ao conceito de *crowdfunding* – encontra-se necessariamente subjacente a ideia do recurso a multidões

à Distância e Fora do Estabelecimento Contratual”), ou do Decreto-Lei n.º 446/85, de 25 de outubro, na redação que lhe foi conferida pelo Decreto-Lei n.º 323/2001, de 17 de dezembro (“Lei das Cláusulas Contratuais Gerais”). De resto, o próprio artigo 10.º do RJFC determina que se aplicam às relações jurídicas subjacentes ao *crowdfunding* “os regimes correspondentes aos tipos contratuais celebrados com recurso às plataformas de financiamento colaborativo”.

⁷¹ Assinale-se que a Internet pode ser, ela mesma, considerada uma plataforma eletrónica, pelo que a linguagem utilizada pelo legislador pode ser criticada também neste aspeto [ver MICHAEL CORNFIELD, *Politics Moves Online: Campaigning and the Internet* (2004)].

(à “*crowd*” que faz parte integrante de ambos os vocábulos). Ainda que a noção de *crowdfunding* não implique que o financiamento seja obtido a partir de várias contribuições de pequena dimensão, ela implica, em qualquer caso, a tentativa de angariação de uma multiplicidade de contribuições ou, pelo menos, um convite *dirigido* a uma multiplicidade de destinatários.

Por esse motivo, teria sido preferível substituir a referência à *proveniência* das contribuições por uma referência ao facto de a campanha de *crowdfunding* ser *dirigida* a uma multiplicidade de destinatários. Também a menção a que o financiamento colaborativo pode provir de apenas “*um*” investidor individual é desnecessária e contribui, além do mais, para descaracterizar o *crowdfunding* face a outros meios de financiamento. Concluimos, assim, que, na sua atual formulação, o artigo 2.º falha na identificação de um dos elementos diferenciadores do financiamento colaborativo – a multidão – e sem “*crowd*” não há *crowdfunding*⁷².

Em suma, somos da opinião de que o legislador português não devia ter consagrado uma definição de financiamento colaborativo no RJFC e, particularmente, uma definição que, por um lado, abrange sub-modalidades de financiamento colaborativo que não levantam nenhum problema carecido de (nova) solução jurídica e que, por outro lado, falha na identificação de um dos elementos mais característicos desta modalidade de financiamento: o convite (necessariamente) dirigido a uma pluralidade de investidores.

⁷² Conforme assinala BRADFORD, a noção de *crowdfunding* implica, quase por definição, um empreendimento conjunto assumido por uma multiplicidade de investidores [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

2.4. O *crowdfunding* enquanto realidade multifacetada

Conhecidos já os elementos caracterizadores do *crowdfunding*, cumpra avançar mais um passo na compreensão deste fenómeno: reconhecer a sua natureza multifacetada⁷³.

Como temos vindo já a referir, o *crowdfunding* pode assumir modalidades muito diferentes, as quais levantam, por sua vez, uma variedade de problemas jurídicos distintos – nem todos carecidos de uma solução regulatória nova⁷⁴. Por esse motivo, qualquer reflexão produtiva sobre os termos em que deve ser regulado o financiamento colaborativo deve ser precedida de uma discussão sobre os elementos que permitem distinguir entre os vários tipos de *crowdfunding* colocados à disposição de empreendedores e investidores. É a essa discussão que dedicamos o próximo capítulo⁷⁵.

⁷³ De acordo com AHLERS, o termo *crowdfunding* apresenta-se, assim, como um *umbrella term* que inclui vários tipos de atividades de angariação de fundos [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955].

⁷⁴ Apesar dos fatores que permitem distinguir entre as várias modalidades de *crowdfunding*, é de assinalar que os elementos básicos que caracterizam o processo de angariação de fundos – designadamente, o convite dirigido a uma pluralidade de potenciais investidores e o recurso a plataforma eletrónica (enquanto características necessárias do *crowdfunding*) – são comuns a todos os subtipos de financiamento colaborativo [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955; e C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

⁷⁵ Cumpre, contudo, notar que, uma vez que o presente estudo se centra apenas na análise de uma das modalidades de *crowdfunding* – o *crowdfunding* de capital – a apresentação de outras modalidades de *crowdfunding* nesta sede será necessariamente breve, dando rapidamente lugar a uma discussão mais detalhada das características que separam o financiamento colaborativo de capital de outros tipos de *crowdfunding*.

3. As diferentes modalidades de *crowdfunding*

Ao longo dos últimos anos, a indústria, os reguladores e a doutrina dedicada ao estudo do *crowdfunding* têm vindo a reconhecer a natureza multifacetada deste fenómeno, isolando e distinguindo – dentro do financiamento colaborativo – várias sub-modalidades distintas; de entre estas, as sub-modalidades de *crowdfunding* com mais expressão encontram correspondência na sistematização acolhida pelo artigo 3.º do RJFC e incluem (i) o financiamento colaborativo através de donativo, (ii) o financiamento colaborativo com recompensa, (iii) o financiamento colaborativo por empréstimo e (iv) o financiamento colaborativo de capital.

A sistematização adotada pelo RJFC distingue entre as diferentes sub-modalidades de *crowdfunding* consoante os benefícios privados extraordinários de que usufruem os investidores que participam em campanhas de financiamento colaborativo⁷⁶, os quais surgem em acréscimo aos benefícios usufruídos pela generalidade dos consumidores do produto ou serviço fornecido, em última instância, pelos empreendedores financiados através do *crowdfunding* – e os quais são, muitas vezes, associados a experiências de cariz social ou comunitário⁷⁷.

É ao critério seguido pelo artigo 3.º do RJFC que subjugamos a estrutura do presente capítulo, dedicando-nos, sucessivamente, a cada uma das sub-modalidades de financiamento colaborativo elencadas nas alíneas *a)* a *d)* do referido artigo.

⁷⁶ Ver PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585.

⁷⁷ *Ibid.*

3.1. O *crowdfunding* através de donativo

O financiamento colaborativo através de donativo é definido pela primeira alínea do artigo 3.º do RJFC como a modalidade de financiamento através da qual “a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária”⁷⁸.

O *crowdfunding* através de donativo assenta, assim, num modelo de doação⁷⁹ no âmbito do qual os investidores canalizam o seu capital para causas que consideram meritórias, sem por isso esperarem qualquer benefício pecuniário em troca⁸⁰. É geralmente considerado que esta modalidade de *crowdfunding* não é particularmente complexa, nem gera qualquer problema jurídico que justifique um tratamento diferente daquele que é já aplicável aos contratos de doação⁸¹.

3.2. O *crowdfunding* com recompensa

A segunda alínea do artigo 3.º do RJFC caracteriza o financiamento colaborativo com recompensa como a modalidade de *crowdfunding* através da qual “a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido”⁸².

Em regra, entende-se que o financiamento colaborativo com recompensa oferece aos investidores nele participantes benefícios de natureza

⁷⁸ Cfr. RJFC, art. 3.º, a).

⁷⁹ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

⁸⁰ Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.

⁸¹ *Ibid.*

⁸² Cfr. RJFC, art. 3.º, b).

não-financeira⁸³, ou seja, benefícios que não incluem um retorno de capital, o pagamento de juros, ou a partilha nos lucros gerados pelo empreendimento financiado.

Dentro desta modalidade de financiamento colaborativo, alguma doutrina distingue, ainda, o financiamento colaborativo com modelo de pré-compra, no âmbito do qual o benefício conferido aos investidores é o próprio produto ou serviço a comercializar no âmbito do empreendimento financiado (ou o direito a adquiri-lo a um preço reduzido, ou em condições particularmente favoráveis)⁸⁴. Contudo, isolar fenómenos que correspondem a *crowdfunding* com modelo de pré-compra nem sempre é fácil⁸⁵ e, por esse motivo, a não inclusão deste (sub)tipo de *crowdfunding* entre as alíneas do artigo 3.º do RJFC é de saudar.

3.3. O *crowdfunding* por empréstimo

Ao abrigo do artigo 3.º, d) do RJFC, o financiamento colaborativo por empréstimo é a modalidade de financiamento através da qual “a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação”⁸⁶.

No âmbito desta modalidade de *crowdfunding* – também identificada através de expressões como “empréstimo *peer-to-peer*” ou “*peer-to-peer lending*” – os investidores adquirem o direito à devolução do capital investido, bem como ao pagamento de quaisquer juros que possam vir a

⁸³ Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.

⁸⁴ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

⁸⁵ Cfr. European Commission DG Internal Market and Services, “Consultation Document: Crowdfunding in the EU – Exploring the Added Value of Potential EU Action” (2013).

⁸⁶ Cfr. RJFC, art. 3.º, d).

ser devidos⁸⁷ nos termos do contrato celebrado⁸⁸, sendo o financiamento caracterizado como “*interest-based debt*” ou como “*no-interest lending*”, consoante há, ou não, lugar a esse pagamento de juros⁸⁹.

3.4. O *crowdfunding* de capital

Por fim, o financiamento colaborativo de capital – a que fundamentalmente dedicamos este texto – é definido pelo artigo 3.º, alínea c) do RJFC como a modalidade de *crowdfunding* através da qual “a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros”⁹⁰.

O financiamento colaborativo de capital, também conhecido por *investment crowdfunding* ou *equity crowdfunding*, é, assim, um subtipo de financiamento coletivo que remunera os investidores nele participantes através da atribuição de participações sociais no capital da sociedade alvo de financiamento – tipicamente ações ordinárias⁹¹ –, ou através de

⁸⁷ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

⁸⁸ Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.

⁸⁹ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1; e JASON W. PARSONT, “Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption” (2014) Spring 2014 *Harvard Business Law Review*.

⁹⁰ Cfr. RJFC, art. 3.º, c).

⁹¹ Ver KAREN E. WILSON e MARCO TESTONI, “Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets” (2014) August 2014 *Bruegel Policy Contribution* <http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd_.pdf> consultado em 31 de março de 2016.

alguma forma de compensação análoga (incluindo os esquemas de partilha de lucros a que se refere o artigo 3.º, c) do RJFC)⁹².

O *equity crowdfunding* corresponde, assim, a uma inovação financeira⁹³ que, partindo da modalidade de financiamento colaborativo com recompensa, expande o seu âmbito – concedendo aos respetivos investidores uma expectativa de participação nos lucros do empreendimento financiado, em lugar das recompensas não financeiras mais frequentemente associadas pelo imaginário popular com campanhas de *crowdfunding* (e caracterizadoras do *crowdfunding* com recompensa)⁹⁴. Em tudo o resto, o *crowdfunding* de capital é semelhante a outras modalidades de financiamento colaborativo, envolvendo chamadas de capital tipicamente dirigidas a um grupo alargado e não estruturado de financiadores com um grau variável de sofisticação⁹⁵.

De tudo isto decorre, como veremos, que pouco distingue certas estruturas de *crowdfunding* de capital⁹⁶ de modalidades de financiamento – mais tradicionais – que passam pela oferta pública de valores mobiliários (nos termos em que estas ofertas são definidas pelos legisladores comunitário e português)⁹⁷: o grande fator diferenciador que separa os exercícios de *crowdfunding* de capital que envolvem o investimento em participações sociais da generalidade dos exercícios de angariação de

⁹² Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.

⁹³ Ver LARS HORNUF e ARMIN SCHWIENBACHER, “Should Securities Regulation Promote Crowdfunding?” (2017) 49 *Small Business Economics* 579.

⁹⁴ Ver JOAN MACLEOD HEMINWAY, “Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the ‘Crowd’” (2014) 38 *Vermont Law Review* 827; e ANDREW A. SCHWARTZ, “Crowdfunding Securities” (2013) 88 *Notre Dame Law Review* 1457.

⁹⁵ Ver JOAN MACLEOD HEMINWAY, “Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the ‘Crowd’” (2014) 38 *Vermont Law Review* 827.

⁹⁶ Designadamente as estruturas de *crowdfunding* de capital que envolvem ofertas de valores mobiliários dirigidas aos participantes na campanha de *crowdfunding*.

⁹⁷ Cfr. Capítulo 5.

fundos através de ofertas públicas de valores mobiliários reside, em primeira linha⁹⁸, na concreta configuração dos mecanismos que presidem ao processo de financiamento⁹⁹ – e que, no caso do *crowdfunding* de capital, passam especificamente pela utilização de plataformas eletrónicas ligadas à Internet na intermediação (passiva) da relação estabelecida entre empreendedores e financiadores¹⁰⁰.

Assim, o financiamento colaborativo de capital surge como uma figura híbrida que reúne, simultaneamente, atributos que conferem ao *crowdfunding* o seu carácter distintivo (enquanto elementos essenciais à sua caracterização) e que se encontram presentes em todas as modalidades de financiamento colaborativo – *i.e.*, a utilização de plataformas eletrónicas –, mas também atributos que se encontram igualmente presentes em formas mais tradicionais de financiamento (sem caracterizarem,

⁹⁸ Na prática, outras diferenças podem separar o financiamento colaborativo de capital do financiamento através dos mercados de capitais – ainda que a generalidade destas diferenças decorra, em última instância, do facto de os exercícios de financiamento colaborativo serem intermediados por plataformas eletrónicas ligadas à Internet. Vimos já, em particular, que o financiamento colaborativo se apresenta como uma modalidade *alternativa* de financiamento (por oposição aos exercícios mais tradicionais de angariação de fundos através do mercado de capital) que se caracteriza por favorecer o financiamento de empresas de pequena e média dimensão e por permitir o estabelecimento (relativamente mais desintermediado) de canais de comunicação constantes entre empreendedores e uma multiplicidade de investidores espalhados por uma multiplicidade de geografias. O impacto empírico destas diferenças é discutido no Capítulo 4 *infra*.

⁹⁹ Ver JOACHIM HEMER, “A Snapshot on Crowdfunding” (Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI 2011) No. R2/2011 <<http://www.legalefiscale.it/wp-content/uploads/2016/09/StudioCrowdfundig.pdf>> consultado em 31 de março de 2016.

¹⁰⁰ Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955. De acordo com WILSON e TESTONI, o fator essencial para distinguir o *equity crowdfunding* de outras modalidades de financiamento reside na utilização de plataformas eletrónicas [ver KAREN E. WILSON e MARCO TESTONI, “Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets” (2014) August 2014 *Bruegel Policy Contribution* <http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd_.pdf> consultado em 31 de março de 2016].

porém, outras subcategorias de *crowdfunding*) – i.e., o lançamento de uma oferta pública¹⁰¹.

Por este motivo – e como teremos oportunidade de verificar¹⁰² – a discussão sobre o modo como deve ser regulado o *crowdfunding* de capital é frequentemente desenvolvida através do estabelecimento de comparações e contrastes com o modo como são reguladas a generalidade das ofertas públicas.

Mais: porque o *crowdfunding* de capital (tal como o *crowdfunding* em geral) é tipicamente visto como uma alternativa de financiamento com potencial para desempenhar um papel crucial no financiamento de PME e projetos inovadores, a discussão sobre o modo como deve ser regulado o *crowdfunding* de capital costuma envolver, em primeira instância, uma decisão sobre se este tipo de *crowdfunding* merece – em determinadas circunstâncias e em atenção aos elementos (essenciais e eventuais) que o caracterizam – um tratamento jurídico mais favorável¹⁰³ do que aquele que é aplicável à generalidade das ofertas públicas¹⁰⁴.

Em última instância, a importância desta decisão deve-se ao facto de a concreta configuração de um regime aplicável ao *crowdfunding* de

¹⁰¹ Ver JOAN MACLEOD HEMINWAY, “Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the ‘Crowd’” (2014) 38 *Vermont Law Review* 827.

¹⁰² Cfr. Capítulo 5 *infra*.

¹⁰³ Em atenção, designadamente, ao montante (mais diminuto) da oferta pública em causa (cfr. Capítulo 5), mas também, em determinados ordenamentos jurídicos, ao potencial do *crowdfunding* para facilitar o acesso a fontes alternativas de financiamento por PMEs.

¹⁰⁴ Num segundo momento, o regulador pode – em sentido inverso – ponderar se o acesso (relativamente desintermediado) a campanhas de *crowdfunding* através da Internet, ou o perfil dos investidores que participam em campanhas de *crowdfunding*, ou a estrutura acionista tipicamente resultante de campanhas de *crowdfunding* de capital requerem a imposição de regras *adicionais* a aplicar especificamente no âmbito desta sub-modalidade de financiamento colaborativo. Para uma discussão dos riscos particulares que este subtipo de *crowdfunding* acarreta, cfr. Capítulo 4 *infra*; para uma discussão dos mecanismos concretamente adotados pelo legislador português em resposta a estes riscos, cfr. Capítulo 5 *infra*.

capital em determinado ordenamento jurídico – e a extensão das diferenças que separam tal regime do conjunto de regras aplicáveis, no seio do mesmo espaço jurídico, às ofertas públicas de valores mobiliários – serem suscetíveis de influenciar significativamente os termos em que é permitido o desenvolvimento da indústria do financiamento colaborativo de capital nessa mesma jurisdição¹⁰⁵.

Deste modo, a chave para perceber o modo como determinado país encara o *crowdfunding* de capital – o modo como esse país mede e avalia as “promessas e os perigos”¹⁰⁶ que o *crowdfunding* de capital encerra – reside, frequentemente, em atentar nas diferenças que separam as regras aplicáveis, nesse espaço jurídico, ao *crowdfunding* de capital das regras aplicáveis, no mesmo espaço jurídico, à generalidade das ofertas públicas de valores mobiliários. Em última instância, tais diferenças desempenharão um papel tendencialmente fundamental na determinação da velocidade – e sustentabilidade – do crescimento do financiamento colaborativo de capital enquanto modalidade alternativa (e credível) de financiamento.

3.5. O desafio regulatório do *crowdfunding* de capital

Aqui chegados – e descritas, já, as principais diferenças que separam as diferentes sub-modalidades de *crowdfunding* – cumpre reforçar a ideia de que as características do financiamento coletivo, bem como os problemas de natureza jurídica por ele levantados, variam significativamente consoante a modalidade de financiamento colaborativo.

¹⁰⁵ Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.

¹⁰⁶ Ver JOHN ARMOUR e LUCA ENRIQUES, “The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts” (2018) 81 *The Modern Law Review* 51.

De entre as várias sub-modalidades de *crowdfunding* descritas, o *crowdfunding* através de donativo e o *crowdfunding* com recompensa são geralmente vistos como as sub-modalidades de financiamento colaborativas menos complexas; já o *crowdfunding* por empréstimo e o *crowdfunding* de capital são as sub-modalidades de financiamento colaborativo que mais questões têm levantado à doutrina e reguladores – com o *crowdfunding* de capital a provocar especiais hesitações relativamente ao modo como deve ser regulado¹⁰⁷.

Assim, os restantes capítulos desta reflexão dedicam-se, em particular, à problemática da regulação do *crowdfunding* de capital: primeiro, descrevendo as características, benefícios e riscos associados ao *crowdfunding* de capital (Capítulo 4); e, segundo, discutindo se o legislador português foi bem-sucedido na identificação dessas características, na preservação desses benefícios e na atenuação desses riscos (Capítulo 5).

¹⁰⁷ Ver KAREN E. WILSON e MARCO TESTONI, “Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets” (2014) August 2014 *Bruegel Policy Contribution* <http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd_.pdf> consultado em 31 de março de 2016.

4. *Crowdfunding* de capital: importância e riscos

Depois de um arranque marcado por alguns obstáculos legais¹⁰⁸ (que têm vindo a ser gradualmente eliminados ou atenuados um pouco por todo o mundo) o *crowdfunding* de capital tem vindo a experimentar um crescimento extraordinário enquanto meio de financiamento¹⁰⁹, po-

¹⁰⁸ Os obstáculos legais que, principalmente numa primeira fase, impediram ou atrasaram o crescimento do *crowdfunding* de capital prendiam-se, sobretudo, com as incertezas existentes relativamente à admissibilidade e regime aplicável ao *equity crowdfunding*, tanto a nível nacional como comunitário [ver MATTHIAS KLAES e EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Identifying Market and Regulatory Obstacles to Cross-Border Development of Crowdfunding in the EU Final Report* (2017) <<https://doi.org/10.2874/65957>> consultado em 31 de maio de 2019] – e, em particular, relativamente à aplicabilidade do regime de lançamento de ofertas públicas ao *equity crowdfunding* [ver PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585].

¹⁰⁹ Ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.

sicionando-se como uma alternativa de financiamento credível em vários países da Europa¹¹⁰ – ainda que não necessariamente em Portugal¹¹¹.

O crescimento experimentado pelo *crowdfunding* de capital na última década é sobretudo explicado pela importância que esta modalidade de financiamento colaborativo tem vindo a assumir na capitalização das empresas de pequena e média dimensão. Este tipo de empreendimentos debate-se, frequentemente, com dois problemas – o das ineficiências informativas decorrentes da falta de contacto entre fontes de financiamento e oportunidades de investimento, e o dos obstáculos que se erguem no acesso às fontes de financiamento mais tradicionais; como veremos, o *crowdfunding* de capital procura oferecer respostas a ambos¹¹².

Ao mesmo tempo, o potencial do *crowdfunding* de capital para cobrir o *financing gap* experimentado pelos empreendimentos de menor

¹¹⁰ Segundo o Cambridge Centre for Alternative Finance, a indústria de *crowdfunding* de capital Europeia atingiu, em 2016, os 219 milhões de euros – refletindo um aumento de 37% face ao ano anterior; em 2015, o crescimento da indústria de *equity crowdfunding* europeia tinha sido de 93% face a 2014 [ver TANIA ZIEGLER *et al.*, “Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2018) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf> consultado em 31 de março de 2019]. Importa, contudo, notar que o ano de 2017 assistiu a uma ligeira diminuição do peso do *equity crowdfunding* no espaço comunitário para cerca de 211 milhões de euros [ver TANIA ZIEGLER *et al.*, “Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2018) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf> consultado em 31 de março de 2019 – cfr. nota de rodapé 14 *supra*].

¹¹¹ Se é certo que Portugal – onde não se encontra registada qualquer plataforma de financiamento colaborativo de capital – se tem revelado imune ao apelo do financiamento colaborativo de capital, não é menos certo que a sua economia (essencialmente dominada por pequenas e médias empresas) poderia ter muito a ganhar com uma maior abertura a esta modalidade de financiamento (cfr. nota de rodapé 16 *supra*).

¹¹² Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1; e JASON W. PARSONT, “Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption” (2014) Spring 2014 *Harvard Business Law Review*.

dimensão não prejudica a existência de riscos muito significativos para os investidores que se disponham a participar nesta modalidade de financiamento.

Regular o *crowdfunding* de capital é entender as características desta modalidade de financiamento colaborativo: pesar os seus benefícios e riscos e procurar atenuar os últimos, sem sacrificar os primeiros. Assim, o primeiro passo para criticar a solução encontrada pelo legislador português para o desafio regulatório do *equity crowdfunding* é perceber o *crowdfunding* de capital.

Debruçamo-nos, pois, agora sobre as características do financiamento colaborativo de capital que o tornam numa espada de dois gumes – ilustrando tanto as características do *crowdfunding* de capital que se podem traduzir em riscos para os participantes em campanhas deste tipo, como as características do *crowdfunding* de capital que explicam a crescente importância desta modalidade de financiamento alternativa (não só para empreendedores, como para os próprios investidores).

4.1. As características mais salientes do *crowdfunding* de capital

Apesar de ainda ser um fenómeno pouco trabalhado pela doutrina, o *crowdfunding* – e, em particular, o *crowdfunding* de capital – tem vindo a ser alvo de alguns estudos empíricos que o procuram caracterizar enquanto realidade económica. Essa caracterização é essencial para compreender esta forma de financiamento e, num segundo momento, determinar os termos em que ela deve ser regulada.

A primeira característica associada à prática do *crowdfunding* é a de que a dimensão das contribuições individuais de cada investidor para uma campanha de *crowdfunding* tende a ser reduzida¹¹³. Esta característica é potenciada pelo facto de as chamadas de capital feitas no

¹¹³ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy.

âmbito de campanhas de *crowdfunding* terem, pela sua própria natureza, uma multiplicidade de destinatários – podendo conduzir, no caso do *crowdfunding* de capital, à formação de bases de sócios dispersas, em que os diferentes membros da comunidade de sócios podem sentir dificuldade em coordenar-se ou em aceder a informação sobre a empresa e os termos em que ela é gerida ou administrada.

Adicionalmente, cumpre notar que o *crowdfunding* é geralmente apontado como uma modalidade de financiamento não constrangida geograficamente¹¹⁴. Isto significa que, na prática, podem mediar grandes distâncias (físicas) entre os investidores e os beneficiários de uma campanha de *crowdfunding*, em contraste com o cenário que é geralmente experimentado pelas empresas que procuram financiamento junto de atores mais tradicionais: nestes casos, a decisão de financiamento depende, tipicamente, da existência prévia de laços pessoais ou da possibilidade de conduzir *due diligence* à empresa *in loco*¹¹⁵ – que está geralmente ausente no âmbito do *crowdfunding* de capital.

É importante, ainda, destacar que a probabilidade de angariação de (mais) financiamento através de campanhas de *crowdfunding* parece

¹¹⁴ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “The Geography of Crowdfunding” (National Bureau of Economic Research 2011) Working Paper 16820 <<http://www.nber.org/papers/w16820>> consultado em 4 de março de 2016. Em sentido contrário, AHLERS *et al.* sugerem que a distância geográfica entre investidores e empreendedores permanece um fator importante no processo de tomada de decisão dos investidores [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955]. Na prática, cumpre também notar que, apesar de o *crowdfunding* de capital não ser inerentemente constrangido por fatores geográficos, as contribuições angariadas através desta modalidade de financiamento tendem, na prática, a concentrar-se num pequeno número de projetos e nas mesmas geografias em que as fontes tradicionais de financiamento apostam [ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63].

¹¹⁵ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

aumentar com o capital já acumulado ao longo dessa campanha¹¹⁶, particularmente à medida que o final da mesma se aproxima¹¹⁷.

Finalmente, importa notar que tanto os empreendedores como os investidores tendem a ser demasiado otimistas sobre o futuro dos empreendimentos financiados através do *crowdfunding*¹¹⁸. Este otimismo é particularmente surpreendente no caso do financiamento colaborativo de capital, uma vez que esta modalidade é caracterizada por uma amplificação da assimetria informativa entre empreendedores e investidores que sempre se verifica no âmbito do *crowdfunding*¹¹⁹. Esta amplificação deve-se ao facto de a tomada de decisões informadas no âmbito de uma campanha de *crowdfunding* de capital depender da obtenção de uma quantidade de dados que não encontra paralelo noutras modalidades de *crowdfunding*: como veremos, as decisões de investimento no *crowdfunding* de capital não se prendem exclusivamente com o cálculo da probabilidade de determinado projeto ser levado a bom termo¹²⁰, ou da probabilidade de um empreendedor ser capaz de pagar determinada

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ Esta propensão pode ser contrariada em fases intermédias de uma campanha de *crowdfunding*, em que quantias significativas de capital acumulado podem conduzir a um “*bystander effect*” [*ibid.*, por referência a VENKAT KUPPUSWAMY e BARRY L. BAYUS, “Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers”, *The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals, and Investor Behavior* (DOUGLAS CUMMING e LARS HORNUEF, Palgrave Macmillan 2018)].

¹¹⁸ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

¹¹⁹ *Ibid.* Em sentido contrário, Bradford considera que o *crowdfunding* de capital não expõe os investidores a maiores riscos do que os que decorrem das outras modalidades de *crowdfunding* [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

¹²⁰ Caso típico do *crowdfunding* com recompensa.

dívida¹²¹, mas antes com a antecipação do valor da empresa como um todo, incluindo da sua capacidade para gerar rendimentos futuros¹²².

Mas como é que estas características do *crowdfunding* se traduzem no conjunto de riscos e benefícios que podem estar inerentes ao financiamento colaborativo de capital?

4.2. Os riscos inerentes ao *crowdfunding* de capital

As características do *crowdfunding* de capital assinaladas acima comportam riscos para os investidores que marcam, sucessivamente, a fase de investimento inicial na campanha de *crowdfunding* e a fase de governação da empresa assim financiada.

A fase correspondente à angariação de financiamento através da campanha de *crowdfunding*, em particular, é marcada pelo facto de a probabilidade de financiamento aumentar com o capital acumulado e com a aproximação do final da campanha de *crowdfunding* – bem como pelo facto de o financiamento ser potenciado por investidores que, apesar do potencial de assimetria informativa, são demasiado otimistas.

Já a fase correspondente à governação da sociedade financiada no seu dia-a-dia é marcada pela formação de uma base acionista tipicamente dispersa (tanto do ponto de vista do tamanho da participação social, como do ponto de vista geográfico) e cujos membros experimentam um acesso dificultado a informação sobre a empresa financiada.

Prosseguimos, assim, com uma análise dos riscos experimentados pelos investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital em cada uma destas fases.

¹²¹ Caso típico do *crowdfunding* por empréstimo.

¹²² Ver European Commission DG Internal Market and Services, “Consultation Document: Crowdfunding in the EU – Exploring the Added Value of Potential EU Action” (2013).

4.2.1. A fase da campanha de angariação de fundos

Durante o período em que decorre uma campanha de financiamento colaborativo de capital, os investidores que nela participam correm, sobretudo, o risco de valorizar incorretamente a empresa em que se propõem a participar.

Este risco apresenta-se como uma extensão do risco de valorização incorreta de projeto inerente a todas as outras modalidades de *crowdfunding*. De facto, todos os investidores em campanhas de *crowdfunding* correm o risco de avaliar erradamente as características do projeto em busca de financiamento, subestimando a probabilidade de esse projeto não ter o sucesso antecipado. Contudo, apenas os investidores em campanhas de financiamento colaborativo de capital correm o risco da determinação incorreta do valor da empresa como um todo¹²³.

O risco de medir incorretamente o valor de uma empresa e, nesses termos, o valor dos direitos de participação no seu capital social é mais significativo do que o risco de medir incorretamente o valor de um projeto. Esta noção decorre do facto de a valorização de uma empresa depender, tipicamente, da contabilização dos respetivos *cash flows* e do custo de capital decorrente da sua atividade como um todo (e que inclui a multiplicidade de projetos a que a empresa se dedica), ou, eventualmente, da forma como o mercado avalia os ativos de empresas semelhantes à que é objeto de financiamento – o que pode revelar-se particularmente difícil no caso de *start-ups* inovadoras e de pequena dimensão.

A avaliação de uma empresa é, ainda, dificultada na medida em que as empresas tendem a ter um carácter de permanência, enquanto que a generalidade dos projetos apresenta períodos de vida mais curtos.

¹²³ Em termos genéricos, existem vários métodos para a determinação do valor de uma empresa no seu todo, sendo os mais populares o dos *Discounted Cash Flows* (DCF) e o dos múltiplos. Uma descrição detalhada destes métodos encontra-se fora do âmbito deste texto, mas pode ser encontrada em manuais especializados como o de Brealey e Myers [ver RICHARD BREALEY, STEWART MYERS e FRANKLIN ALLEN, *Principles of Corporate Finance* (Global Edition, McGraw-Hill Education 2013)].

Isto significa que o valor de uma empresa depende, em larga medida, do seu valor na perpetuidade, calculado de acordo com uma taxa de crescimento e com base em valores de *cash flows* que podem não encontrar reflexo no seu (incerto) futuro.

Deste modo, o nível de incerteza no *crowdfunding* de capital é muito mais significativo do que o encontrado noutras modalidades de *crowdfunding*: tanto na medida em que se pede ao investidor que avalie a capacidade de determinado empreendedor para gerar valor para os acionistas da empresa financiada, como na medida em que essa avaliação é muito difícil¹²⁴.

O risco de sobrevalorização de uma empresa alvo de financiamento colaborativo de capital é, ainda, potenciado pelo facto de a sua avaliação ser muitas vezes feita por investidores não qualificados¹²⁵, que dificilmente estão em condições de levar a cabo uma tarefa desta complexidade¹²⁶ – ao contrário do que acontece com fontes de financiamento mais tradicionais (como o financiamento bancário)¹²⁷. À falta de conhecimento soma-se, ainda, a tendência experimentada pelos investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital para serem demasiado otimistas

¹²⁴ Ver KAREN E. WILSON e MARCO TESTONI, “Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets” (2014) August 2014 *Bruegel Policy Contribution* <http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd_.pdf> consultado em 31 de março de 2016.

¹²⁵ De acordo com AHLERS *et al.*, é especialmente provável que os pequenos investidores em campanhas de *equity crowdfunding* tenham pouca experiência na avaliação deste tipo de investimentos [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955].

¹²⁶ Ver European Commission DG Internal Market and Services, “Consultation Document: Crowdfunding in the EU – Exploring the Added Value of Potential EU Action” (2013).

¹²⁷ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

e incorrerem noutros *biases*¹²⁸ identificados pelo ramo da economia de comportamento¹²⁹.

O segundo risco corrido pelos investidores durante a campanha de *crowdfunding* é o de que estes não sejam expostos a toda a informação relevante para a tomada de uma decisão de investimento esclarecida e, designadamente, o risco de que estes sejam expostos a informação que não seja verdadeira. Este risco é comumente referido pela doutrina anglo-saxónica como “*risco de fraude*”, sendo que o *crowdfunding* (especialmente na medida em que for pouco regulado), pode revelar-se o cenário ideal para enganar (ou defraudar) investidores. Este risco é ainda agravado pela ausência de interações repetidas que tipicamente se verifica no âmbito do *crowdfunding*. Na medida em que evitem o recurso a rondas adicionais de financiamento através de *crowdfunding*, os beneficiários deste tipo de financiamento evitam cruzar-se de novo com os investidores “defraudados” e incorrer no aumento de custo de capital inerente a essas interações repetidas¹³⁰.

É, assim, de concluir que os investidores em campanhas de *crowdfunding* estão sujeitos ao risco de não lhes ser concedida a informação necessária à tomada de boas decisões de investimento e, bem assim, ao risco de, mesmo quando estão na posse da informação necessária, sobrevalorizarem os benefícios que lhes são devidos em troca do seu esforço de financiamento.

Ainda que se possa afirmar que estes riscos são comuns a outros meios de financiamento, é geralmente reconhecido que os investidores

¹²⁸ O risco de *herding* é ilustrado pelo facto de a probabilidade de financiamento aumentar com o capital acumulado (ver *ibid.*).

¹²⁹ Numa nota mais otimista, AHLERS *et al.* assinalam que o mercado do *crowdfunding* opera de modo geralmente racional, mesmo quando envolve investidores teoricamente menos sofisticados [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955].

¹³⁰ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

em campanhas de *crowdfunding* estão sujeitos a um grau pouco usual de risco¹³¹. Especulamos que este grau pouco usual de risco se deva ao facto de estas campanhas servirem principalmente para financiar *start-ups* de pequena dimensão, atraírem sobretudo investidores não qualificados e serem terreno fértil para o aparecimento de *biases*, os quais podem influenciar negativamente o mérito das decisões de financiamento dos investidores nelas participantes.

4.2.2. A fase da governação da sociedade financiada

Os riscos que afectam os investidores durante a fase inicial em que decorrem as campanhas de financiamento colaborativo encontram-se presentes, em maior ou menor grau, em todas as campanhas de *crowdfunding*, na medida em que o risco de sobrevalorização da empresa alvo de financiamento pode também ser encarado como uma mera expansão do risco de sobrevalorização de projetos verificado noutros tipos de *crowdfunding* e na medida em que o risco de fraude é comum a todas as modalidades de *crowdfunding*, sem prejuízo de se verificar com particular acuidade no financiamento colaborativo de capital.

Os riscos que advêm da fase de governação da sociedade financiada apenas afetam diretamente, porém, os investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital, na medida em que apenas os investidores desta modalidade permanecem, uma vez terminada a campanha, ligados à sociedade financiada – muitas vezes na qualidade de participantes do respetivo capital social¹³².

¹³¹ *Ibid.*

¹³² Na medida em que se considera que a governação de uma empresa também pode influenciar a sua capacidade para o pagamento de dívidas, pode considerar-se que também o financiamento colaborativo por empréstimo é *indiretamente* afetado pelos termos em que a empresa financiada é governada. Do mesmo modo, também é possível conceber-se que a governação de uma empresa possa afetar indiretamente a sua ca-

De facto, a governação das sociedades corresponde, precisamente, ao conjunto de regras que se ocupa, em primeira instância, de minimizar os problemas de agência experimentados pelos sócios de determinada sociedade comercial. De entre as relações de agência¹³³ de que se ocupa a *corporate governance* conta-se, em particular, a relação entre os sócios (na qualidade de principais) e os gestores ou administradores (na qualidade de agentes). O estabelecimento deste tipo de relação deriva, fundamentalmente, da delegação da gestão ou administração ordinária da sociedade em pessoas diferentes dos seus sócios.

O problema (de agência) que resulta deste exercício de delegação deriva da assimetria informativa que existe entre sócios e gestores/administradores e, bem assim, do facto de os primeiros poderem não conseguir monitorizar adequadamente a atuação dos últimos, ou não querer, em qualquer caso, incorrer nos custos que lhe são inerentes¹³⁴. A importância desta monitorização assenta no facto de os objetivos dos sócios e dos administradores não coincidirem de forma perfeita: se a classe dos sócios pretende, *grosso modo*, a maximização do valor das participações sociais, os gestores/administradores podem ter outros objetivos em vista¹³⁵. Por esse motivo, quaisquer falhas de monitorização prestam-se

pacidade para entregar os benefícios devidos no âmbito do financiamento colaborativo por recompensa.

¹³³ Referimo-nos a relações de agência em sentido económico (por oposição ao sentido técnico-jurídico que “relação de agência” pode assumir no âmbito da celebração de contratos de agência propriamente ditos ao abrigo do Decreto-Lei n.º 178/86, de 3 de julho).

¹³⁴ Ver ADOLF BERLE e GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property* (2nd edition, Harvourt, Brace and World 1967).

¹³⁵ Os interesses da gestão traduzem-se, com frequência, na adoção de estratégias que privilegiam o curto-prazo [ver ALLEN SYKES, “Proposals for a Reformed System of Corporate Governance to Achieve Internationally Competitive Long-Term Performance” in NICHOLAS DIMSDALE and MARTHA PREVEZER (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance* (Oxford University Press 1994) <<http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780198287889.001.0001/acprof-9780198287889-chapter-7>> consultado em 30 de março de 2016], mas também podem traduzir-se em estratégias

a ser aproveitadas por esses gestores/administradores para o desenvolvimento de comportamentos oportunistas conducentes à maximização do seu próprio bem-estar em detrimento do dos sócios¹³⁶.

Assim, os problemas de agência decorrentes da delegação da administração de uma sociedade comercial num corpo de gestão profissional são tanto mais proeminentes quanto menores forem os incentivos dos sócios para monitorizarem a gestão. Já esses incentivos são, por sua vez, tanto menores quanto mais dispersa for a estrutura acionista da sociedade (tanto em termos de capital, como em termos geográficos).

Tal acontece porque a arma mais direta de que os sócios se podem valer no âmbito da monitorização da gestão da sociedade em que participam é o direito de voto (*voice*). Contudo, o exercício útil do direito de voto implica custos de coordenação e custos de angariação de informação. Deste modo, apenas os sócios com um interesse económico significativo nos destinos da sociedade, *i.e.*, com participações sociais mais significativas, terão incentivos económicos para incorrer nesses custos e para votar em termos úteis.

Ora, vimos já que muitas estruturas de *crowdfunding* de capital podem dar origem a empresas com estrutura acionista dispersa (tanto em termos de capital, como geográficos). Isto significa que os investidores em campanhas de *crowdfunding* tornados sócios terão poucos incentivos para votar de modo informado e poucos meios para se coordenarem com outros investidores – o que pode desqualificar o direito de voto enquanto mecanismo de monitorização.

Outro mecanismo de governação societária colocado à disposição dos sócios é o direito de venda da participação social (*exit*). A venda de participações sociais não só pode desencadear uma desvalorização da participação social, como dar lugar à entrada de sócios hostis à

que privilegiam o bem-estar de outros “*stakeholders*” da sociedade que não os sócios (ou “*shareholders*”).

¹³⁶ Ver JOHN R. BOATRIGHT, *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice* (John Wiley & Sons 2010).

administração existente – constituindo, deste modo, um meio para alinhar as motivações dos gestores ou administradores de uma sociedade comercial com as motivações dos respetivos sócios. Porém, a (previsível) falta de mercado secundário para as participações sociais das pequenas *start-ups* que com maior frequência recorrerão ao *crowdfunding* e a sua consequente iliquidez prejudicam significativamente a validade deste mecanismo de governação societária¹³⁷.

Posto isto, temos que os investidores no *crowdfunding* de capital correm o risco de ficar “presos” em sociedades cujos órgãos de gestão são pouco monitorizados e têm, por isso, margem para se comportar oportunisticamente à custa desses mesmos investidores. Esta falta de monitorização pode tornar-se particularmente grave, na medida em que as sociedades financiadas tenham sido forçadas a recorrer ao *crowdfunding* por não conseguirem aceder a fontes de financiamento mais tradicionais (uma vez que uma das funções principais dessas fontes de financiamento é, precisamente, a monitorização da sociedade financiada)¹³⁸.

4.3. A importância do *crowdfunding* de capital

Enunciados os riscos corridos pelos investidores no *crowdfunding* de capital, o surgimento e crescimento desta modalidade de financiamento não pode deixar de causar alguma admiração¹³⁹. A verdade, po-

¹³⁷ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

¹³⁸ Os bancos desempenham um papel importante na seleção das empresas e projetos com sustentabilidade financeira e, bem assim, na governação dos empreendimentos que financiam [ver GEORGE TRIANTIS and RONALD DANIELS, “The Role of Debt in Interactive Corporate Governance” (1995) University of Pennsylvania – Departmental Papers (Law School) 1073]. Também os investidores de capital de risco são reconhecidamente interventivos na governação dos empreendimentos que financiam.

¹³⁹ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

rém, é que o *crowdfunding* de capital apresenta, também, uma série de atributos que o tornam popular junto de investidores e empreendedores.

4.3.1. A importância do *crowdfunding* de capital para os investidores

Os investidores no *crowdfunding* de capital valorizam o acesso a oportunidades de investimento não disponíveis no passado quer devido a constrangimentos geográficos, quer devido ao facto de, excluída a possibilidade de *crowdfunding*, alguns empreendimentos não chegarem a arrancar por falta de financiamento. Graças ao *crowdfunding* de capital, pequenos investidores em todo o mundo podem sonhar com a sua participação no financiamento da “*next big thing*”. Ligada a esta vantagem, encontra-se a noção de que o *crowdfunding* de investimento (como o *crowdfunding* em geral) permite aos investidores a participação numa experiência de cariz comunitário e numa atividade iminentemente social¹⁴⁰.

O *crowdfunding* permite, ainda, aos investidores controlar os riscos a que se encontram expostos na medida em que torna possível o investimento de montantes muito pequenos de capital. Os riscos corridos pelos investidores podem ainda ser minimizados, na medida em que a diminuição dos custos de comunicação entre os beneficiários do *crowdfunding* e os investidores podem, sem prejuízo dos problemas identificados *supra*, facilitar o processo de angariação de informação e monitorização por parte dos investidores¹⁴¹.

Finalmente, o *crowdfunding* providencia aos investidores mais próximos do empreendedor uma formalização dos termos do financiamento

¹⁴⁰ Ver PAUL BELLEFLAMME, THOMAS LAMBERT e ARMIN SCHWIENBACHER, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd” (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585.

¹⁴¹ Ver JOHN ARMOUR e LUCA ENRIQUES, “The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts” (2018) 81 *The Modern Law Review* 51.

que ocorreria em qualquer caso e que, através do regime do *crowdfunding* de capital, passa a assumir a forma de um contrato escrito intermediado pela plataforma de *crowdfunding*¹⁴².

4.3.2. A importância do *crowdfunding* de capital para os empreendedores

Já os empreendedores que recorrem ao *crowdfunding* beneficiam, sobretudo, do acesso a uma fonte de financiamento previamente inexistente – e que se torna particularmente importante para empreendedores impossibilitados de recorrer às fontes tradicionais de financiamento.

O *crowdfunding* de capital contribui, ainda, para uma diminuição dos custos de financiamento dos empreendedores, na medida em que as plataformas de *crowdfunding* põem os empreendedores, em contacto com o conjunto de pessoas com maior interesse em financiar o seu projeto, independentemente da sua localização, e na medida em que o financiamento colaborativo coloca pressão competitiva nas fontes tradicionais de financiamento¹⁴³.

Assim, o *crowdfunding* apresenta-se como um instrumento que facilita uma alocação óptima de capital assente no encontro de vontades entre um número mais alargado de agentes, que deixam de estar contrangidos geograficamente. O fluxo de capital facilitado pelo *crowdfunding* potencia, ainda, a geração de emprego, a inovação e o crescimento da economia real¹⁴⁴.

¹⁴² Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

¹⁴³ *Ibid.*

¹⁴⁴ Ver JOHN ARMOUR e LUCA ENRIQUES, “The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts” (2018) 81 *The Modern Law Review* 51.

Os benefícios associados ao financiamento colaborativo têm levado a que a noção de que o *crowdfunding* deve ser encorajado seja hoje comum entre membros da indústria, reguladores e académicos. Como de costume, porém, o “*diabo está nos detalhes*” e os benefícios inerentes ao *crowdfunding* não devem fazer esquecer os riscos que lhe estão associados e que levam a que o caminho para a regulação do financiamento colaborativo de capital se tenha vindo a revelar difícil e hesitante.

Encerramos, assim, este manuscrito com uma análise do enquadramento jurídico presentemente aplicável ao *crowdfunding* de capital em Portugal, bem como dos termos em que a resposta portuguesa aos problemas especificamente levantados por esta modalidade de financiamento coletivo pode ser melhorada – eventualmente contribuindo para o arranque das primeiras campanhas de financiamento colaborativo de capital no espaço português.

5. O enquadramento legal aplicável ao *crowdfunding* de capital em Portugal

5.1. Introdução

O aparecimento e crescimento inicial do *crowdfunding* de capital no seio da União Europeia resultam de três fatores concorrentes: (i) a inexistência de um regime comunitário unificado especificamente aplicável ao financiamento coletivo de capital¹⁴⁵; (ii) o grau de liberdade conferido aos Estados-Membros pela legislação aplicável às ofertas públicas e à obrigação de emissão de prospeto (primeiramente a Antiga Diretiva Europeia sobre os Prospetos¹⁴⁶ e, atualmente, o novo Regulamento Europeu sobre os Prospetos)¹⁴⁷; e (iii) o facto de a maioria das jurisdições ter

¹⁴⁵ Não existe, ainda um regime comunitário dedicado ao *crowdfunding* de capital, mas isso estará prestes a mudar com a previsível adoção de um novo regulamento europeu referente à atividade das plataformas eletrónicas de *crowdfunding*. A versão mais recente da proposta que em princípio dará origem a este regulamento – a “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, COM(2018) 113 final, 8 March 2018” – encontra-se disponível para consulta, em inglês, em <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>>.

¹⁴⁶ Cfr. Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE, na redação que lhe foi conferida pela Diretiva 2010/73/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010.

¹⁴⁷ Cfr. Regulamento (EU) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE.

hesitado em fazer uso desse grau de liberdade para regular esta modalidade de *crowdfunding*¹⁴⁸.

Da conjugação destes três fatores resultou um vazio legal que permitiu, gradualmente¹⁴⁹, que a indústria de *equity crowdfunding* europeia se fosse desenvolvendo através de uma série de modelos de estruturação distintos¹⁵⁰ e que crescesse até atingir, em anos recentes, um peso económico superior aos 200 milhões de euros¹⁵¹.

¹⁴⁸ Ver LARS HORNUF e ARMIN SCHWIENBACHER, “Should Securities Regulation Promote Crowdfunding?” (2017) 49 *Small Business Economics* 579.

¹⁴⁹ Esse vazio legal, ou, noutras palavras, as grandes dúvidas que se colocavam sobre os exatos contornos desse vazio legal (em face dos vários regimes comunitários e nacionais potencialmente aplicáveis ao financiamento colaborativo de capital) poderá ter atuado, numa primeira fase, como um obstáculo ao desenvolvimento inicial desta modalidade de *crowdfunding* [ver MATTHIAS KLAES e EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Identifying Market and Regulatory Obstacles to Cross-Border Development of Crowdfunding in the EU Final Report* (2017) <<https://doi.org/10.2874/65957>> consultado em 31 de maio de 2019].

¹⁵⁰ Entre as estruturas de *crowdfunding* de capital adotadas a nível europeu contam-se modelos puramente contratuais de partilha de lucros, estruturas no seio das quais um terceiro detém ações em nome de um ou mais investidores, estruturas em que os investidores são titulares de participações sociais sem qualquer intermediação por parte de terceiros, modelos de participação em que os investidores contratam com um terceiro a obrigação de este investir na campanha em nome de determinado número de investidores e estruturas assentes em dívida convertível em capital próprio, operando a conversão no momento em que se dá uma segunda ronda de financiamento, por exemplo [ver SPACE TEC CAPITAL PARTNERS, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016].

¹⁵¹ Ver TANIA ZIEGLER *et al.*, “Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2019) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf> consultado em 31 de maio de 2019.

O desenvolvimento do *crowdfunding* de capital no vazio legal deixado pelo legislador europeu não deixou, porém, de ir levantando algumas dúvidas – tanto ao legislador europeu como aos legisladores dos vários Estados-Membros – e, com o tempo, foi-se formando um consenso de que os benefícios desta forma de financiamento são contrabalançados por riscos muito significativos. Se é certo que o crescimento do *crowdfunding* de capital pode ser muito benéfico para a economia, a ausência de legislação capaz de proteger os participantes em campanhas de *crowdfunding* – principalmente na medida em que esse vazio legal conduza a situações de fraude – pode rapidamente converter o sucesso do *crowdfunding* de capital em fracasso.

Por esse motivo, o vazio legal em que atuava o *crowdfunding* de capital na União Europeia começou a ser preenchido por vários dos seus Estados-Membros – incluindo Portugal, a partir de 2015. Mais recentemente, também a União Europeia manifestou vontade de regular as plataformas eletrónicas que intermedeiam as campanhas de *crowdfunding* de capital.

O presente capítulo relata as preocupações que motivaram o legislador português a regular o *crowdfunding* de capital e analisa criticamente o regime jurídico presentemente aplicável a esta sub-modalidade de *crowdfunding* em Portugal.

5.2. Os valores em tensão na regulação do *crowdfunding*

Da análise dos benefícios e riscos associados ao *crowdfunding* de capital resulta que a regulação desta modalidade de financiamento colaborativo deve assentar na procura de um equilíbrio entre dois valores (aparentemente) conflitantes: a estimulação da economia e a proteção dos investidores¹⁵².

¹⁵² BRADFORD, entre muitos, também identifica a proteção dos investidores e a formação de capital como os dois objetivos (por vezes) conflitantes que devem ser equilibrados

De modo simplista, esta tensão pode ser explicada nos seguintes termos: por um lado, a ausência de regulação ou a adoção de regras menos rígidas tenderá a estimular o recurso ao *crowdfunding* e, indiretamente, o crescimento da economia real (na medida em que a imposição de obrigações no âmbito do *crowdfunding* encarece o acesso a esta forma de financiamento, podendo vedá-la inteiramente a empresas de menor dimensão); por outro lado, a introdução de um regime de *crowdfunding* com obrigações mais onerosas para empreendedores e entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* tenderá a conferir maior proteção aos investidores beneficiários dessas obrigações. Grosso modo, quanto mais se protegem os investidores, mais se oneram os beneficiários do *crowdfunding* e menos se estimula o crescimento económico.

A relação entre os valores de estimulação da atividade empresarial e de proteção de investidores não é, porém, tão antagónica como parece à primeira vista. A confiança dos investidores deve ser vista como condição do crescimento económico: a existência de assimetrias informativas desrazoáveis entre empreendedores e investidores leva a equilíbrios sub-óptimos e ao surgimento de “*markets for lemons*”, i.e., a situações de falha de mercado no âmbito das quais os investidores fixam os termos do financiamento na premissa de que têm pouca informação; isto conduz a problemas de seleção adversa que encorajam o aparecimento desproporcional de empreendimentos de qualidade abaixo da média e uma alocação de fundos ineficiente¹⁵³.

Desta forma, o *crowdfunding* de capital só pode tornar-se num meio de financiamento viável – e capaz, nesses termos, de estimular a economia – se os investidores se sentirem seguros e informados e se forem implementadas medidas que procurem limitar as situações de fraude. Na medida em que os empreendedores possam não ter incentivos ou

no âmbito da regulação do *crowdfunding* [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

¹⁵³ Ver GEORGE A. AKERLOF, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” (1970) 84 *The Quarterly Journal of Economics* 488.

meios suficientes para assegurar a proteção dos investidores, esse papel deve ser desempenhado pela regulação¹⁵⁴.

Mas terão os legisladores comunitário e português sido bem-sucedidos na construção de um regime jurídico capaz de tornar o *crowdfunding* de capital numa alternativa de financiamento viável, no duplo sentido de ser suficientemente seguro para os investidores sem ser excessivamente oneroso para os empreendedores?

5.3. O enquadramento comunitário

5.3.1. O atual enquadramento comunitário do *crowdfunding* de capital

Apesar de a Comissão Europeia estar consciente do potencial e dos riscos associados ao *crowdfunding* (designadamente nas modalidades de *peer-to-peer lending* e, para o que nos interessa, de *equity crowdfunding*) – e de ter já, de resto, apresentado uma proposta de regulamento aplicável às plataformas eletrónicas que intermedeiem campanhas de *crowdfunding*¹⁵⁵ – é importante notar que o *crowdfunding* de capital não se encontra, ainda, sujeito a um regime regulatório específico de cariz comunitário¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Veja-se, em particular, que os sinais que podem ser espontaneamente dados pelos beneficiários das campanhas de *crowdfunding* apenas são eficientes se forem observáveis e se puderem ser estruturados em termos que os distingam de sinais desonestos. Por esse motivo, o custo da produção espontânea deste tipo de sinais nem sempre é compensado pelos benefícios dele decorrentes [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955].

¹⁵⁵ Cfr. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, COM(2018) 113 final, 8 March 2018, com versão inglesa disponível para consulta no *website* da Comissão Europeia em <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>>.

¹⁵⁶ Cfr. Comissão Europeia, “Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Aproveitar

Deste modo, ao nível da União Europeia – de que Portugal faz parte – o *crowdfunding* é, presentemente, regulado apenas pelas diretivas e regulamentos comunitários que governam a atuação da generalidade dos agentes de mercado no espaço comunitário, sem que nenhum regime especial de *crowdfunding* se lhes aplique. Noutras palavras: não existe atualmente um regime jurídico de *crowdfunding* europeu, o que não significa que não existam diplomas comunitários que possam ser relevantes para a atividade dos empreendedores, investidores e plataformas que participam em campanhas de *crowdfunding* que tenham lugar em território comunitário (e, por maioria de razão, em Portugal).

Assim, a discussão do regime jurídico aplicável ao *crowdfunding* de capital em Portugal deve começar por uma discussão das normas europeias que relevam para a caracterização desse regime jurídico. Dois diplomas comunitários¹⁵⁷, em particular, são importantes para ilustrar

o potencial do financiamento coletivo na União Europeia” (2014) COM(2014) 172 final.

¹⁵⁷ Outros diplomas comunitários podem ser relevantes nesta sede, incluindo o pacote de medidas comunitário referente a requerimentos de capital, o qual inclui a Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE (“Diretiva 2013/36/EU”) e o Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 [“Regulamento (UE) n.º 575/2013”]. Veja-se, porém, que a maior parte – se não todas – as plataformas eletrónicas de *crowdfunding* poderão ser integradas na exceção elencada na alínea c) do artigo 4.º, n.º 1, 2) do Regulamento (UE) n.º 575/2013: “Empresas não autorizadas a prestar os serviços auxiliares referidos no Anexo I, Secção B, ponto 1), da Diretiva 2004/39/CE, que prestem exclusivamente um ou mais dos serviços e atividades de investimento enumerados no Anexo I, Secção A, pontos 1), 2), 4) e 5), da referida diretiva e que não estejam autorizadas a deter fundos ou valores mobiliários pertencentes aos seus clientes e que, por esse motivo, nunca possam ficar em débito para com esses clientes.” A ideia de que o artigo 4.º, n.º 1, 2), c) do Regulamento (UE) n.º 575/2013 pode ser utilizado como base para a criação de um passaporte de *crowdfunding* pan-Europeu é discutida por ZETZSCHE *et al.* [ver DIRK A. ZETZSCHE and CHRISTINA PREINER, “Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe” (2017)

o conjunto de regras comunitárias em que o *crowdfunding* de capital se pode enquadrar: de um lado, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (na sua segunda versão), potencialmente aplicável às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* na qualidade de intermediários financeiros; e, de outro lado, o Regulamento Europeu sobre os Prospetos [que veio substituir a (Antiga) Diretiva Europeia sobre os Prospetos],¹⁵⁸ presumivelmente aplicável às campanhas de *crowdfunding* de capital que envolvam o investimento em valores mobiliários.

A aplicabilidade da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital depende, em primeira instância, da classificação dessas entidades como empresas de investimento¹⁵⁹ – o que depende, por sua vez do tipo de atividades que essas entidades desenvolvem¹⁶⁰, do tipo de instrumentos a que essas atividades se referem¹⁶¹, e da não-aplicabilidade de nenhuma isenção que exclua essas entidades do campo de aplicação da Diretiva¹⁶².

A título de exemplo, é possível estruturar campanhas de *equity crowdfunding* que não implicam o investimento em valores mobiliários – envolvendo apenas, por hipótese, modelos contratuais de partilha de lucros – e que se podem encontrar, por esse motivo, excluídas do âmbito de aplicação da DMIF II. A DMIF II lista, ainda, um conjunto de circunstâncias que permitem aos Estados-Membros isentar determinadas entidades das obrigações que decorrem da sua aplicabilidade (desde que as submetam a obrigações análogas a alguns dos requisitos constantes

19 *European Business Organization Law Review* 217].

¹⁵⁸ O Regulamento Europeu sobre Prospetos apenas será aplicável na sua totalidade a partir do dia 21 de julho de 2019, mas as disposições discutidas nesta secção [em particular o artigo 3.º, n.º 2, b) e o artigo 1.º, n.º 3)] são já aplicáveis desde o dia 21 de julho de 2018 [cfr. Regulamento Europeu sobre Prospetos, art. 49.º, n.º 2].

¹⁵⁹ Cfr. DMIF II, art. 1.º

¹⁶⁰ Cfr. DMIF II, Anexo I, Secções A e B.

¹⁶¹ Cfr. DMIF II, Anexo I, Secção C.

¹⁶² Cfr. DMIF, art. 2.º

da Diretiva)¹⁶³. Finalmente, os Estados-Membros podem permitir a utilização de agentes vinculados de intermediários financeiros que, nesses termos, não são eles mesmos empresas de investimento sujeitas como tal à DMIF II¹⁶⁴.

A (potencial) aplicabilidade do Regulamento Europeu sobre os Prospetos às campanhas de *crowdfunding* de capital¹⁶⁵ resulta do facto de o *crowdfunding* (de capital) implicar, por definição, uma comunicação dirigida a um conjunto alargado de pessoas – a qual poderá, em determinadas circunstâncias, merecer a classificação de “oferta de valores mobiliários ao público” a integrar no âmbito do Regulamento Europeu sobre os Prospetos¹⁶⁶.

Na prática, porém, a aplicação do Regulamento Europeu sobre Prospetos às ofertas públicas de valores mobiliários conhece algumas atenuações – e uma, em particular, é suscetível de servir à grande maioria das campanhas de *equity crowdfunding* que envolvam uma oferta de valores mobiliários. Para efeitos da presente análise, importa notar, em especial, que o Regulamento Europeu sobre Prospetos determina que as ofertas públicas de valores mobiliários de valor total inferior a €8 000 000 (calculado ao longo de um período de 12 meses) podem ser isentas da obrigação de publicação de prospeto, em termos a determinar por cada Estado-Membros¹⁶⁷.

¹⁶³ Cfr. DMIF II, art. 3.º

¹⁶⁴ Cfr. DMIF II, art. 29.º

¹⁶⁵ E, até recentemente, a (presumível) aplicabilidade da (Antiga) Diretiva Europeia sobre os Prospetos às mesmas campanhas de *crowdfunding*.

¹⁶⁶ De acordo com o artigo 2.º, d) do Regulamento Europeu sobre Prospetos, uma oferta de valores mobiliários ao público (ou oferta pública de valores mobiliários) é uma “comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, de modo a que um investidor possa decidir da aquisição ou subscrição desses valores mobiliários”.

¹⁶⁷ Cfr. Regulamento Europeu sobre Prospetos, art. 3.º, n.º 2, b).

Mais: estabelece, ainda, o Regulamento Europeu sobre Prospetos que estão excluídas do seu âmbito de aplicação as ofertas públicas de valores mobiliários com um valor total inferior a €1 000 000 (calculado ao longo de um período de 12 meses) – as quais não podem, em caso algum, ser sujeitas à obrigação de publicação de prospeto pelos Estados-Membros (os quais podem, contudo, determinar que lhes sejam aplicados outros requisitos de divulgação, desde que tais requisitos não sejam tidos como desproporcionais ou desnecessários)¹⁶⁸.

Noutras palavras, ao abrigo do novo Regulamento Europeu sobre Prospetos, os Estados-Membros da União Europeia têm uma margem significativa para determinar as obrigações impostas aos emitentes de ofertas públicas de valores mobiliários de valor inferior a €8 000 000 (podendo, designadamente, dispensá-los da obrigação de publicação de prospeto) – e devem, ainda, ter o cuidado de estabelecer um regime particularmente leve para as ofertas públicas de valores mobiliários de valor inferior a €1 000 000 (e que não pode, em caso algum, envolver a obrigação de publicação de prospeto).

Ora, na medida em que as vantagens associadas ao *crowdfunding* de capital se prendem com o financiamento de pequenas empresas que não têm acesso aos meios de financiamento tradicionais, é sobretudo para financiamentos de valor inferior a €8 000 000 (e, eventualmente, de valor inferior a €1 000 000) que interessa consagrar um regime especial que, favorecendo o acesso a financiamento em termos menos onerosos que os impostos pelo Regulamento Europeu sobre Prospetos, não deixe de proteger os investidores.

Fica, assim, aberto o caminho para o tratamento regulatório das campanhas de *crowdfunding* de capital que envolvam uma oferta pública de valores mobiliários num espaço – o das ofertas públicas de valor

¹⁶⁸ Cfr. Regulamento Europeu sobre Prospetos, art. 1.º, n.º 3.

inferior a €8 000 000 – em que nenhuma obrigação de publicação de prospeto é imposta pelo legislador comunitário¹⁶⁹.

5.3.2. Breve nota sobre a proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*

Até agora, a regulação do *crowdfunding* de capital no âmbito da União Europeia tem sido essencialmente deixada para os Estados-Membros, os quais gozam de margem significativa para regular esta atividade no espaço deixado vazio pela DMIF II e pelo novo Regulamento Europeu sobre os Prospetos.

A nova proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* não invade significativamente o espaço deixado aos Estados-Membros para regular o *equity crowdfunding*. Pelo contrário: não só o legislador comunitário se absteve de regular a atividade de *crowdfunding* em si – limitando-se, antes, a regular a atividade das plataformas eletrónicas que facilitam (alguns tipos de) *crowdfunding* – como mesmo as regras propostas relativamente a estas plataformas consubstanciam um regime facultativo, o qual apenas é aplicável às entidades que, em *alternativa* a registarem-se como empresas de investimento nos termos da DMIF II¹⁷⁰, ou a registarem-se ao abrigo de outro regime

¹⁶⁹ Em complemento ao campo das ofertas públicas de valor superior a €8 000 000, em que a obrigação de publicação de prospeto é imposta ao abrigo do artigo 3.º, n.º 1 do Regulamento Europeu sobre Prospetos.

¹⁷⁰ Correspondentemente, a aprovação desta nova Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* deverá envolver também uma alteração à DMIF II – e, designadamente, o acrescento de uma nova alínea ao artigo 2.º, n.º 1 da Diretiva, ao abrigo da qual também os fornecedores de serviços de *crowdfunding* nos termos definidos pelo novo Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* passam a estar isentos do escopo de aplicação da DMIF [cfr. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments de 8 de março de 2018, COM(2018) 99 final, disponível para consulta em <<https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/ini>

nacional de financiamento colaborativo, *escolham* antes registar-se no âmbito deste novo Regulamento¹⁷¹, designadamente com o objetivo de aceder a atividades¹⁷² a que não poderiam aceder se não ao abrigo de outros regimes eventualmente mais onerosos (como é o caso da DMIF II) e com o objetivo de facilitar a respetiva atividade transfronteiriça.

Em traços gerais, o regime facultativo constante do Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* limita o seu escopo de aplicação de quatro formas principais: primeiro, aplica-se apenas a duas modalidades de *crowdfunding* – o *crowdfunding* de capital e o *crowdfunding* por empréstimo¹⁷³; segundo, aplica-se apenas a campanhas de *crowdfunding* que pretendam angariar valores inferiores a €1 000 000¹⁷⁴; terceiro, não se aplica a campanhas de *crowdfunding* destinadas a financiar empreendimentos de pessoas tidas como “consumidoras”¹⁷⁵ ao abrigo da Diretiva 2008/48/EC¹⁷⁶; e, quarto, (como foi já referido), aplica-se apenas à conduta das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* (abstendo-se de regular a atividade de *crowdfunding* em si).

tativas/com-2018-99_en>].

¹⁷¹ Cfr. Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*, art. 2.º, n.º 1.

¹⁷² Tais como a atividade de colocação de instrumentos financeiros sem garantia [cfr. DMIF II, Anexo I, Secção A, 6)] ou a atividade de receção e transmissão de ordens relativas a instrumentos financeiros [cfr. DMIF II, Anexo I, Secção A, 7)].

¹⁷³ Cfr. Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*, art. 3.º, n.º 1, (a).

¹⁷⁴ Cfr. Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*, art. 2.º, n.º 2, (d).

¹⁷⁵ Cfr. Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*, art. 2.º, n.º 2, (a).

¹⁷⁶ Cfr. Diretiva 2008/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 23 de abril de 2008 relativa a contratos de crédito aos consumidores e que revoga a Diretiva 87/102/CEE do Conselho, art. 3.º, a).

Em particular, a nova proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* estabelece requisitos de operação e organização das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding*, requisitos de autorização e supervisão dessas plataformas (por parte da *European Securities and Markets Authority* ou ESMA) e requisitos para a divulgação de informações no âmbito da prestação de serviços de *crowdfunding*¹⁷⁷.

A discussão pormenorizada dos requerimentos aplicáveis no âmbito da nova proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* excede largamente o âmbito deste texto, mas não deixamos de aproveitar esta oportunidade para elogiar a iniciativa do legislador comunitário.

Em primeiro lugar, é de saudar a construção de um regime facultativo que, nestes termos, surge em concorrência com os regimes de *crowdfunding* que já têm vindo a ser estabelecidos por vários dos Estados-Membros. A atividade de *equity crowdfunding* tem experimentado franco crescimento em muitos destes Estados-Membros e é possível que o sucesso experimentado por esta modalidade de financiamento colaborativo no seio destes ordenamentos jurídicos seja, pelo menos em parte, produto de regimes jurídicos de *crowdfunding* que tenham alcançado um equilíbrio particularmente feliz entre a necessidade de permitir o acesso a fontes alternativas de financiamento por parte de pequenas e médias empresas e a proteção dos investidores. É, assim, muito positivo que às plataformas de *crowdfunding* atuantes nestes países seja dada a possibilidade de se continuarem a reger pelo regime do qual têm vindo a beneficiar – da mesma forma que é positivo que às plataformas atuantes noutros países seja dada a possibilidade de optar por um regime alternativo àquele a que tinham acesso até agora.

Em segundo lugar, julgamos que o legislador europeu esteve bem em concentrar a sua atividade legiferante na regulação das plataformas

¹⁷⁷ Cfr. Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*, art. 1.º

de *crowdfunding* por oposição à atividade de *crowdfunding* em si. Como teremos ocasião de defender nas secções que se seguem, o papel desempenhado pelas entidades gestoras de *crowdfunding* no âmbito do financiamento colaborativo de capital é fundamental e os requerimentos legais certos – que não terão sempre de ser tão onerosos como os que resultam da DMIF II – podem tornar estas entidades em verdadeiros *gatekeepers* capazes de proteger eficazmente os investidores em campanhas de *crowdfunding* (permitindo, assim, dispensar alguns dos requerimentos mais paternalistas que resultam da regulação direta da atividade de *crowdfunding* propriamente dita)¹⁷⁸.

5.4. A solução portuguesa

5.4.1. O Código dos Valores Mobiliários

Em Portugal, o *crowdfunding* de capital é hoje especificamente (e diretamente) regulado pelo Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo¹⁷⁹, pelo Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários sobre o Financiamento Colaborativo de Capital ou por Empréstimo¹⁸⁰, e pelo Regime Sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de Financiamento Colaborativo¹⁸¹.

Porém, existem outros diplomas que – não se dedicando de modo especial ao fenómeno do *crowdfunding* de capital – são, ainda assim, importantes para obter uma visão completa do regime jurídico aplicável a

¹⁷⁸ Em particular, a nova Proposta de Regulamento Europeu sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding* nada dispõe sobre limites ao investimento por parte dos participantes na campanha de *crowdfunding*, por exemplo.

¹⁷⁹ Cfr. Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, na redação que lhe foi conferida pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro.

¹⁸⁰ Cfr. Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 5 de maio.

¹⁸¹ Cfr. Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro.

esta modalidade de financiamento, particularmente na medida em que muitas estruturas de *equity crowdfunding* recompensam os respetivos investidores com participações sociais no capital das sociedades financiadas.

Assim, no pano de fundo da regulação do *crowdfunding* de capital em Portugal encontra-se, ainda, o Código dos Valores Mobiliários (ou CVM)¹⁸², cuja relevância para a regulação desta modalidade de financiamento colaborativo se prende com o facto de as campanhas de *crowdfunding* de capital poderem envolver ofertas públicas de valores mobiliários, com o facto de parte das empresas financiadas através do *crowdfunding* de capital serem eventualmente reconduzidas à categoria de sociedades abertas (reguladas, também, elas, pelo CVM) e, finalmente, pelo facto de as plataformas de *crowdfunding* de capital poderem prosseguir atividades reconduzíveis à noção de “intermediação financeira”. Vamos por partes:

O artigo 109.º, n.º 1 do CVM define oferta pública como a “oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados”¹⁸³, acrescentando, ainda, o n.º 3 do mesmo artigo que também é pública “a oferta precedida ou acompanhada de prospeção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária”¹⁸⁴, e, em qualquer caso, “a oferta dirigida a, pelo menos, 150 pessoas que sejam investidores não profissionais, por Estado-Membro”¹⁸⁵.

Na medida em que uma campanha de *crowdfunding* de capital envolva a oferta de valores mobiliários e se dirija a uma multiplicidade de destinatários indeterminados, ou, em qualquer caso, a um número

¹⁸² O CVM é um dos principais instrumentos jurídicos utilizados pelo legislador nacional para transpor as disposições constantes da DMIF II.

¹⁸³ Cfr. CVM, art. 109.º, n.º 1.

¹⁸⁴ Cfr. CVM, art. 109.º, n.º 3, b).

¹⁸⁵ Cfr. CVM, art. 109.º, n.º 3, c).

determinado de destinatários superior a 150, ela será, à partida, uma oferta pública. Mesmo que o número de destinatários visados pela oferta seja, por algum motivo, inferior a 150, a verdade é que a generalidade das campanhas de *crowdfunding* é, pela sua própria natureza, acompanhada de promoção publicitária alavancada pelas plataformas de *crowdfunding* que gerem essas campanhas¹⁸⁶.

A classificação de oferta pública acarreta, tipicamente, a sujeição às obrigações constantes do Título III do CVM¹⁸⁷ – e, designadamente, a onerosa obrigação de emissão de prospeto. O artigo 111.º, n.º 1 do CVM determina, porém, que determinadas ofertas são excetuadas do âmbito de aplicação dessas obrigações.

Entre as exceções elencadas pelo artigo 111.º, n.º 1 do CVM conta-se uma, em particular, que faz uso (parcial) da liberdade conferida pelo legislador comunitário ao abrigo do Regulamento Europeu sobre Prospetos, designadamente quando este determinou que os Estados-Membros podem isentar da obrigação de publicação de prospeto as ofertas de valores mobiliários ao público cujo valor total na União Europeia seja inferior a €8 000 000 (ao longo de um período de 12 meses)¹⁸⁸. Assim, nos termos do artigo 111.º, n.º 1, alínea i), as ofertas públicas cujo valor total na União Europeia seja inferior a €5 000 000 (ao longo de um período de 12 meses) estão dispensadas das obrigações constantes do Título III do CVM¹⁸⁹.

¹⁸⁶ Admite-se que uma campanha de *crowdfunding* de capital com oferta de valores mobiliários possa ser concebida em termos tais que os seus destinatários sejam apenas investidores profissionais (nos termos da listagem dada pelo artigo 30.º do CVM) e que, nesses termos, possa ser antes reconduzida à categoria de oferta particular de acordo com o artigo 110.º do CVM.

¹⁸⁷ Cfr. CVM, arts. 108.º a 197.º

¹⁸⁸ Cfr. Regulamento Europeu sobre Prospetos, art. 3.º, n.º 2, b).

¹⁸⁹ A referência ao montante de €5 000 000 é ainda produto do artigo 1.º, n.º 2, alínea h) da Antiga Diretiva Europeia sobre Prospetos que, nos termos dessa disposição, excluía do seu âmbito de aplicação os valores mobiliários incluídos numa oferta cujo valor total fosse inferior a €5 000 000 (calculados ao longo de um período de 12 meses). Ao

Assim sendo, e mesmo não restando dúvidas de que a generalidade das campanhas de financiamento colaborativo de capital com oferta de valores mobiliários possam ser reconduzidas à categoria de ofertas públicas, admitimos que muitas dessas ofertas – precisamente aquelas cuja viabilidade económica interessa proteger por via do regime do *crowdfunding* – não se encontrarão sujeitas ao regime constante do Título III do CVM, por não ultrapassarem os €5 000 000.

Num segundo plano, parece, ainda, certo que uma sociedade financiada através do *crowdfunding* de capital com oferta de valores mobiliários poderá vir a ser classificada como sociedade aberta nos termos do artigo 13.º do CVM, na medida em que esta se venha a constituir através uma oferta pública de subscrição, ou seja, pelo menos, emitente de valores mobiliários objeto de oferta pública de subscrição, ou tenha, em qualquer caso, visto uma quantidade superior a 10% do seu capital ser objeto de uma oferta pública de venda ou troca¹⁹⁰.

Na qualidade de sociedade aberta, uma sociedade que recorra ao *crowdfunding* de capital encontra-se sujeita às obrigações constantes do Capítulo IV do CVM, e, ao contrário do que acontece no âmbito das obrigações aplicáveis aos emitentes de ofertas públicas, o CVM não parece prever nenhuma exceção à aplicação do regime jurídico das sociedades abertas que possa aproveitar às sociedades financiadas através do *equity crowdfunding*.

Finalmente, parece que a atividade prosseguida pelas plataformas de *crowdfunding* poderá, com frequência, ser integrada na atividade de intermediação financeira, na medida em que estas plataformas prestam “serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros”¹⁹¹ – entendendo-se, designadamente, como tal a “recepção e transmissão de

legislador português é permitido alterar este valor para €8 000 000 (ao abrigo do novo Regulamento Europeu sobre Prospetos), mas não é certo (ou obrigatório) que este o faça.

¹⁹⁰ Cfr. CVM, art. 13.º, n.º 1, a), b) e d).

¹⁹¹ Cfr. CVM, art. 289.º, n.º 1, a).

ordens por conta de outrem”¹⁹², incluindo a “colocação em contacto de dois ou mais investidores com vista à realização de uma operação”¹⁹³, e os “serviços e atividades de colocação [de instrumentos financeiros] sem garantia”¹⁹⁴.

Ora, este tipo de atuação só pode ser prosseguido, a título profissional, por intermediários financeiros¹⁹⁵ ou, em determinadas circunstâncias, por agentes vinculados a esses intermediários financeiros¹⁹⁶. É, certo, ainda que são classificados de intermediários financeiros, nos termos do artigo 293.º, n.º 1 do CVM, todas as entidades que “[...] não sendo instituições de crédito, sejam pessoas cuja atividade, habitual e profissionalmente exercida, consista na prestação, a terceiros, de serviços de investimento, ou no exercício de atividades de investimento” e que são agentes vinculados todos os agentes que representem o intermediário financeiro nas atividades listadas nos artigos 294.º-A e seguintes do CVM¹⁹⁷.

Deste modo, parece que uma parte significativa das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital deverá, nos termos do CVM, proceder ao respetivo registo enquanto intermediário financeiro¹⁹⁸, ou comunicar o exercício da respetiva atividade enquanto agente vinculado¹⁹⁹ – ficando, a partir desse momento, sujeita às obrigações impostas pelo CVM (e decorrentes da transposição da DMIF II) a essas entidades²⁰⁰.

¹⁹² Cfr. CVM, art. 290.º, n.º 1, *a*).

¹⁹³ Cfr. CVM, art. 290.º, n.º 2.

¹⁹⁴ Cfr. CVM, art. 290.º, n.º 1, *d*).

¹⁹⁵ Cfr. CVM, art. 289.º, n.º 2.

¹⁹⁶ Cfr. CVM, art. 294.º-A.

¹⁹⁷ Cfr. CVM, arts. 294.º-A e ss.

¹⁹⁸ Cfr. CVM, art. 298.º e Regulamento da CMVM n.º 2/2007.

¹⁹⁹ Cfr. CVM, art. 294.º-B, n.º 6.

²⁰⁰ Como veremos, estas entidades estarão, *ainda*, obrigadas a registo junto da CMVM

Aqui chegados, estamos, pois, em condições de concluir que, dependendo dos termos em que são estruturadas, parte das campanhas de *crowdfunding* de capital serão reconduzíveis à categoria de oferta pública; ao mesmo tempo, contudo, é também certo que nenhuma campanha de *crowdfunding* de capital de valor inferior a €5 000 000 (contabilizados por referência a um período de 12 meses) está efetivamente sujeita ao regime das ofertas públicas e, em particular, à onerosa obrigação de emissão de prospeto. Concluímos, ainda, que as sociedades financiadas através do *crowdfunding* integrarão, em muitos casos, a categoria de sociedades abertas (passando a estar sujeitas ao respetivo regime). Finalmente, notámos também que as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* serão, com frequência, obrigadas a registar-se como intermediários financeiros junto da CMVM, ou a comunicar o exercício da respetiva atividade enquanto agente vinculado – passando, nesses termos, a estar sujeitas aos deveres respetivamente aplicáveis a intermediários financeiros e a agentes vinculados nos termos do CVM.

Em última análise, tanto o regime aplicável às sociedades abertas, como as obrigações decorrentes dos estatutos de intermediário financeiro ou de agente vinculado contribuem para encarecer o recurso ao *crowdfunding* de capital – contribuindo, porém, igualmente, para proteger os investidores (e eventuais futuros sócios) da sociedade aberta assim financiada.

Já a (potencial) dispensa da aplicação das pesadas obrigações do Título III do CVM contribui para tornar o *equity crowdfunding* numa alternativa de financiamento mais viável para empresas de pequena dimensão e *start-ups* inovadoras. A dispensa dos deveres de informação aplicáveis à generalidade das ofertas públicas no caso de chamadas de capital de valor inferior a €5 000 000 cria, contudo, uma lacuna que ameaça deixar os investidores em campanhas de *crowdfunding* – sobretudo os

nos termos do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (cfr. RJFC, art. 15.º) e do Regulamento CMVM n.º 1/2016 (cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 3.º).

investidores não profissionais – demasiado expostos aos riscos decorrentes desta modalidade de financiamento.

Assim, em Portugal, a margem comunitária dada pelo Regulamento Europeu sobre os Prospetos²⁰¹, e o vazio legal deixado pela exceção constante do CVM deram recentemente lugar ao Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, ao Regulamento da CMVM n.º 1/2016 relativo ao Financiamento Colaborativo de Capital ou por Empréstimo e respetiva legislação complementar.

Estes diplomas pretendem, assim, conciliar o objetivo da proteção dos investidores com o objetivo da viabilização do *crowdfunding* de capital enquanto veículo para o financiamento das pequenas empresas e para o crescimento económico. Discutimos, de seguida, o mérito dessa tentativa.

5.4.2. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo e o Regulamento da CMVM relativo ao Financiamento Colaborativo de Capital ou por Empréstimo

5.4.2.1. Escopo de aplicação

O RJFC define o enquadramento jurídico²⁰² aplicável a todas as modalidades de financiamento colaborativo identificadas no Capítulo 3 *supra*²⁰³, sem prejuízo de se aplicarem, ainda, às relações jurídicas subjacentes a cada modalidade de *crowdfunding* “os regimes jurídicos correspondentes aos tipos contratuais celebrados com recurso às plataformas

²⁰¹ É, de resto, no âmbito desta margem comunitária [conferida já, em diferente medida, pela (antiga) Diretiva Europeia sobre os Prospetos] que têm surgido as regulações do *crowdfunding* adotadas um pouco por toda a União Europeia.

²⁰² Cfr. RJFC, art. 1.º

²⁰³ Cfr. RJFC, arts. 1.º e 3.º

de financiamento colaborativo” – e, igualmente, as regras aplicáveis à “emissão e transação de valores mobiliários”²⁰⁴.

Isto significa que o RJFC se aplica a todas as atividades de angariação de financiamento que se enquadrem na definição do seu artigo 2.º, *i.e.*, independentemente de estas poderem não levantar nenhum problema jurídico carecido de tratamento legislativo especial²⁰⁵, e independentemente de estas se encontrarem igualmente cobertas pelo regime aplicável às ofertas públicas nos termos do CVM, em resultado do seu não enquadramento nas exceções que permitem evitar a aplicação de tal regime (designadamente decorrentes da limitação do montante da oferta a €5 000 000).

O escopo do RJFC é, nestes termos, criticável por três razões: primeiro, porque se baseia numa definição imprecisa de *crowdfunding* – que, nos termos do Capítulo 2 *supra*, falha na identificação de um dos elementos essenciais do financiamento colaborativo –; segundo, porque contribui para onerar desnecessariamente o recurso a modalidades de *crowdfunding* que se encontram já suficientemente reguladas no ordenamento jurídico português²⁰⁶; e, terceiro, porque o seu (descuidado) alargamento a *todos* os tipos de financiamento prosseguidos através de plataformas eletrónicas conduz, quando conjugado com o artigo 18.º do RJFC, aos resultados anacrónicos que descrevemos a propósito da análise das limitações ao conteúdo das ofertas de *crowdfunding*²⁰⁷.

Delimitado e criticado o âmbito de aplicação do RJFC, apreciamos, de seguida, o âmbito de aplicação do Regulamento CMVM n.º 1/2016.

²⁰⁴ Cfr. RJFC, art. 10.º, n.º 1.

²⁰⁵ Como é o caso das modalidades de financiamento colaborativo através de donativo e com recompensa.

²⁰⁶ Situação agravada ainda pela aprovação da Portaria n.º 131/2018 que estabelece as regras e modelo aplicáveis ao procedimento de comunicação prévia de início de atividade das plataformas de financiamento colaborativo nas modalidades de donativo e/ou com recompensa.

²⁰⁷ Cfr. Capítulo 5.4.2.2. (3) *infra*.

A este propósito, o artigo 1.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM refere que este “*desenvolve*” o regime previsto no RJFC – esclarecendo o n.º 2 do mesmo artigo que “o presente regulamento [se aplica] exclusivamente às modalidades de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo”²⁰⁸.

5.4.2.2. Medidas de proteção dos investidores

Como tivemos ocasião de verificar, os investidores que participam em exercícios de *crowdfunding* de capital experimentam riscos significativos tanto na fase da campanha de *crowdfunding*, como, posteriormente – e principalmente na medida em que sejam compensados com participações no capital social da empresa financiada – ao longo da vida dessa empresa.

O RJFC e o Regulamento CMVM n.º 1/2016 procuram proteger os investidores desses riscos através de um conjunto de medidas que procuram regular (i) a atuação das plataformas eletrónicas de *crowdfunding*, (ii) os deveres dos beneficiários das campanhas de *crowdfunding*, (iii) o conteúdo das ofertas financiadas pelo *crowdfunding* de capital, e, por fim, (iv) a atuação dos investidores em campanhas de financiamento colaborativo de capital.

O presente texto prossegue com uma análise crítica de algumas destas medidas, procurando determinar em que termos é que estas protegem os investidores do financiamento colaborativo de capital – tanto na qualidade de participantes iniciais nas campanhas de *crowdfunding*, como na qualidade (eventual) de acionistas da sociedade financiada – e, bem assim, se tais medidas de proteção não são de tal forma onerosas que impeçam a viabilização do *crowdfunding* de capital enquanto alternativa de financiamento.

²⁰⁸ Cfr. Regulamento CMVM n.º 11/2016, art. 1.º

(1) *Da atuação das entidades gestoras de plataformas de crowdfunding*

O RJFC e o Regulamento CMVM n.º 1/2016 dedicam uma série de artigos à regulação da atividade das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding*²⁰⁹. No caso específico das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital, o artigo 15.º do RJFC começa por impor a obrigação de registo junto da CMVM como condição prévia ao acesso à atividade (n.º 1), e estabelece a responsabilidade da CMVM pela organização da respetiva supervisão (n.º 2).

Notavelmente, o registo de uma entidade gestora de plataforma de *crowdfunding* de capital não lhe permite, contudo, e por si só, exercer atividades – tal como a emissão de instrumentos financeiros²¹⁰ – que apenas possam ser exercidas por intermediários financeiros, esclarecendo o artigo 15.º, n.º 1 do Regulamento CMVM n.º 1/2016 que “apenas as entidades legalmente habilitadas para o efeito podem desenvolver atividades de intermediação financeira tal como definidas nos artigos 289.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários”²¹¹.

Assim, ainda que destas disposições não decorra que uma entidade gestora de plataforma de *crowdfunding* de capital tenha, *necessariamente*, de se registar junto da CMVM como intermediário financeiro (ou agente vinculado de intermediário financeiro)²¹², decorre, porém, que essas entidades continuam sujeitas às disposições constantes do CVM²¹³

²⁰⁹ Ao contrário do Regulamento CMVM n.º 1/2016, o RJFC dirige algumas das suas disposições às “plataformas de financiamento colaborativo” e não às “entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo”. Contudo, o facto das referidas plataformas não terem, em si mesmas, personalidade jurídica aconselha a que, em linha com o Regulamento CMVM n.º 1/2016, as disposições do RJFC sejam lidas como se fossem dirigidas às entidades titulares deste tipo de plataformas nos termos do artigo 4.º do RJFC.

²¹⁰ Cfr. RJFC, art. 10.º, n.º 2.

²¹¹ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 15.º, n.º 1.

²¹² O contrário parece decorrer, na verdade, do artigo 4.º, n.º 1, j) do Regulamento CMVM n.º 1/2016.

²¹³ Em particular aos deveres constantes do Título IV do CVM.

sempre que desempenhem – como frequentemente acontecerá – serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros. Mais: não resulta, de resto, do RJFC e do Regulamento CMVM n.º 1/2016 que as entidades que se encontrem já registadas como intermediários financeiros ou agentes vinculados de intermediários financeiros sejam, por esse motivo, dispensadas de quaisquer das obrigações que recaem sobre elas ao abrigo destes dois diplomas.

Em última instância, isto conduz a que a minoria das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital que não desempenhe – seja na qualidade de intermediário financeiro, seja na qualidade de agente vinculado – serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros se encontre sujeita apenas às disposições especificamente aplicáveis, no ordenamento jurídico português, às plataformas de *crowdfunding*; já as entidades que, para além de plataformas de *crowdfunding*, sejam também intermediários financeiros ou agentes vinculados de intermediários financeiros passam a estar sujeitas a um regime consideravelmente mais oneroso do que aquele que se aplica à generalidade dos intermediários financeiros ou agentes vinculados de intermediários financeiros nos termos gerais do CVM.

A lógica que rege o regime jurídico de *equity crowdfunding* português contrasta, assim, com a lógica seguida pelo regulador comunitário na sua proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, o qual oferece às plataformas de financiamento colaborativo um regime simplificado (e menos oneroso) enquanto *alternativa* ao cumprimento com as disposições da DMIF II (transposta para o ordenamento jurídico nacional pelo CVM) – ainda que estas se dediquem a atividades suscetíveis de cair no âmbito da Diretiva²¹⁴.

²¹⁴ É difícil determinar se a solução mais onerosa proposta pelo legislador português está por de trás da ausência de registos de entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital junto da CMVM; em qualquer caso, cumpre notar que a proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento

Uma vez registada nessa qualidade junto da CMVM, uma entidade gestora de plataforma de *crowdfunding* passa a integrar uma lista atualizada disponibilizada no *website* da CMVM²¹⁵. A partir desse momento, a entidade gestora de plataforma de financiamento colaborativo passa também a estar sujeita a uma série de obrigações, entre as quais figura, nomeadamente, o dever de assegurar o acesso dos investidores a toda a informação relevante para a tomada de decisões de investimento esclarecidas nos termos do artigo 14.º, n.º 2 do RJFC e do artigo 13.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016²¹⁶ (utilizando, para esse efeito, as informações que lhes forem prestadas pelas entidades beneficiárias do *crowdfunding* nos termos do artigo 14.º, n.º 1 do RJFC e do artigo 14.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016)²¹⁷.

No caso particular do *crowdfunding* de capital, as entidades beneficiárias das campanhas de *crowdfunding* têm, ainda, o dever de remeter anualmente às entidades gestoras das plataformas que intermediaram o financiamento os respetivos relatórios de atividade – cabendo a esta a sua disponibilização para consulta pelos investidores²¹⁸.

O RJFC tem, finalmente, a preocupação de prevenir a existência de conflitos de interesse protagonizados pelas entidades gestoras

Colaborativo às Empresas tem o seu escopo limitado de forma muito significativa (cfr. Capítulo 5.3.2. *supra*) – e, em particular, a exercícios de *crowdfunding* que não exceda € 1 000 000 [cfr. Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, art. 2.º, n.º 2, *d*)] – o que pode explicar esta diferença fundamental entre as lógicas comunitária e portuguesa.

²¹⁵ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 8.º

²¹⁶ Cfr., também, RJFC, art. 5.º, n.º 1, *a*).

²¹⁷ Acrescente-se, de resto, que o Regulamento CMVM n.º 1/2016 responsabiliza especificamente as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* por assegurarem a autenticidade e inteligibilidade da informação prestada pelas entidades beneficiárias do *crowdfunding* durante a campanha inicial, bem como pela prova da sua receção e tomada de conhecimento pelos investidores (cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 17.º, n.º 1).

²¹⁸ Cfr. RJFC, art. 17.º, n.º 2.

de plataformas de *crowdfunding*²¹⁹. Neste âmbito, o artigo 5.º do RJFC proíbe, ainda, as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de fornecer aconselhamento ou recomendações, bem como de gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários²²⁰. As entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* têm, enfim, o dever de cumprir com a regulamentação aprovada pela CMVM no sentido de prevenir situações de fraude²²¹.

As obrigações aplicáveis às entidades gestoras de plataformas de *equity crowdfunding* em matéria de prestação de informações, prevenção de conflitos de interesses e prevenção de situações de fraude são, por fim, complementadas por uma série de normas de organização interna e de conduta²²².

Em última instância, os requerimentos e obrigações elencados acima transformam as entidades gestoras de plataformas eletrónicas de *equity crowdfunding* em importantes *gatekeepers* do investimento feito no âmbito deste tipo de campanhas, desempenhando um papel fundamental na proteção dos investidores tanto na fase inicial da campanha – em que são responsáveis pela veracidade e completude da informação prestada – como na fase da governação do dia-a-dia da sociedade financiada – no âmbito da qual lhes continua a caber receber, conservar e distribuir anualmente os relatórios de atividades das sociedades financiadas que recorrem aos seus serviços.

Assim, e apesar de a imposição de deveres às entidades gestoras das plataformas de *crowdfunding* poder redundar num aumento dos custos inerentes ao *crowdfunding* de capital – e, nessa medida, contribuir para tornar esta modalidade de financiamento menos atrativa – somos

²¹⁹ Cfr. RJFC, art. 5.º, n.º 1, c). Também o artigo 11.º do mesmo diploma estabelece que as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* se devem organizar por forma a identificar e prevenir possíveis conflitos de interesse.

²²⁰ Cfr. RJFC, art. 5.º, n.º 2, a) e c).

²²¹ Cfr. RJFC, art. 16.º, a) e Regulamento CMVM n.º 1/2016, arts. 10.º, n.º 1, c).

²²² Cfr. RJFC, art. 16.º, b) e Regulamento CMVM n.º 1/2016, arts. 10.º-15.º

da opinião de que os deveres impostos a estas entidades devem ser a pedra angular que sustenta todo o sistema de regulação do *crowdfunding* de capital²²³.

Estamos, porém, menos certos da bondade da solução encontrada pelo legislador português no sentido de sujeitar as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital que se dediquem a serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros a um regime mais gravoso do que é aplicável à generalidade dos intermediários financeiros ou agentes vinculados de intermediários financeiros ao abrigo do CVM. É certo que os deveres de *gatekeeping* das plataformas de *crowdfunding* devem ser a pedra angular de qualquer regime jurídico de *crowdfunding* – mas o equilíbrio encontrado pelo legislador português contraria a lógica comunitária e pode, em última instância, encarecer excessivamente o recurso ao *equity crowdfunding*, congelando o seu desenvolvimento enquanto alternativa credível de financiamento para as PME portuguesas.

(2) Das obrigações dos beneficiários das campanhas de *crowdfunding* de capital

²²³ Note-se, contudo, que, mesmo na ausência de regulação, uma entidade gestora de plataformas de *crowdfunding* sempre teria o incentivo de modificar as suas normas internas por forma a maximizar o número de trocas por ela intermediadas – e, nestes termos, de encontrar um equilíbrio entre a minimização dos custos administrativos de lançamento de uma campanha de *crowdfunding* e a proteção dos investidores [ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63]; este incentivo é ainda amplificado pela competição entre plataformas de *crowdfunding* (a qual resulta, designadamente, da proibição de disponibilização de uma oferta de *crowdfunding* em mais do que uma plataforma, nos termos do artigo 13.º, n.º 2 do Regulamento CMVM n.º 1/2016). Em última instância, contudo, a existência deste incentivo não significa que esta matéria deixe de ser regulada: o equilíbrio prosseguido pelas entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* não seria necessariamente ótimo do ponto de vista da proteção de investidores, particularmente tendo em conta que os investidores em campanhas de *crowdfunding* são frequentemente dispersos, pouco informados e, muitas vezes, não-profissionais.

O RJFC e o Regulamento CMVM n.º 1/2016 interferem, ainda, na esfera dos beneficiários das campanhas de financiamento colaborativo de capital, impondo-lhes obrigações na sua relação com as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding*, e, indiretamente, na sua relação com os investidores participantes nas campanhas de financiamento colaborativo de capital.

Assim, o RJFC exige que a relação entre os beneficiários do *crowdfunding* e as entidades gestoras de plataformas seja titulada por contrato escrito,²²⁴ e pautada por um fluxo de informação contínuo²²⁵.

Este fluxo de informação contínuo inclui, em primeira instância, informação relativa à natureza e identidade dos beneficiários das campanhas de *crowdfunding*²²⁶ – somando-se-lhe, ainda, a descrição da atividade ou produto a financiar, e dos fins do financiamento, o montante e o prazo para a angariação²²⁷, o preço dos valores de cada unidade a

²²⁴ Cfr. RJFC, art. 6.º, n.º 1.

²²⁵ Cfr. RJFC, art. 7.º, n.º 2. Também de acordo com o artigo 17.º, n.º 1 do RJFC, os beneficiários das campanhas de *crowdfunding* de capital devem comunicar às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* e à CMVM todas as informações relevantes relativas à sua identidade (incluindo a respetiva estrutura de capital). Nos termos deste artigo, os beneficiários desta modalidade de *crowdfunding* devem, ainda, comunicar às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* e à CMVM o cumprimento das respetivas obrigações fiscais e contributivas [cfr. RJFC, art. 17.º, n.º 1, a)].

²²⁶ Cfr. RJFC, art. 7.º, n.º 2.

²²⁷ Cfr. RJFC, art. 19.º, n.º 1. Ainda de acordo com o n.º 2 do mesmo artigo, a extensão do dever de informação relativo ao montante e prazo para angariação de determinada oferta de *crowdfunding* deve ser definida por regulamento da CMVM em atenção ao montante a angariar. Não descortinamos o que poderá ter motivado o legislador a consagrar esta disposição e a verdade é que nenhum artigo do Regulamento CMVM n.º 1/2016 parece definir a extensão do dever de informação relativo ao montante e prazo para angariação das ofertas de *crowdfunding*. Na medida em que o dever de informação relativo a estes indicadores parece ter um conteúdo relativamente objetivo, não se vê como é que esse dever pode ser objeto de grandes variações (a não ser que quisesse o legislador prever a possibilidade de a CMVM poder exigir apenas a comunicação de intervalos de valores).

subscrever ou a forma de determinação desse preço, e, bem assim, outros elementos a definir em regulamento da CMVM²²⁸.

Tais informações devem ser comunicadas em momento prévio e em relação a cada oferta através de um formulário dirigido à plataforma de *crowdfunding* para disponibilização (gratuita) aos investidores previamente à aceitação de qualquer oferta, e que deve conter as “informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo”: o IFIFC²²⁹. O IFIFC inclui, ainda, uma série de advertências dirigidas aos consumidores²³⁰ e deve ser mencionado em quaisquer ações publicitárias relativas a ofertas feitas no âmbito de campanhas de *crowdfunding* de capital²³¹.

Em última análise, impõe-se, assim, que o IFIFC contenha todas as informações necessárias para que o investidor tome uma decisão esclarecida sobre as características e riscos de determinada oferta²³², em termos que assegurem o carácter informado de quaisquer decisões de investimento tomadas no âmbito de uma campanha de *crowdfunding*²³³.

Importa recordar, contudo, que as obrigações de informação dos beneficiários do *crowdfunding* de capital não cessam no momento da campanha, mas acompanham a entidade beneficiária ao longo de toda a sua vida; designadamente tais beneficiários devem remeter anualmente à CMVM e às entidades gestoras das plataformas os respetivos relatórios de atividade (os quais devem ser igualmente disponibilizados para consulta pelos investidores)²³⁴. Esta obrigação complementa o disposto no artigo 7.º, n.º 2 do RJFC, o qual estabelece a obrigação de os beneficiários

²²⁸ Cfr. RJFC, art. 19.º

²²⁹ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, arts. 16.º, n.º 1 e 17.º

²³⁰ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 16.º, n.º 2.

²³¹ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 18.º

²³² Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 16.º, n.º 3.

²³³ Cfr. RJFC, art. 17.º, n.º 1, b).

²³⁴ Cfr. RJFC, art. 17.º, n.º 2.

do financiamento colaborativo manterem a informação relativa à sua identificação e natureza jurídica atualizada junto das plataformas eletrónicas de *crowdfunding*²³⁵.

Em última instância, as medidas acima elencadas são de louvar. Em particular, somos da opinião que a opção de alargar o dever de informação inicial dos beneficiários do *crowdfunding* a uma obrigação periódica de atualização dos investidores poderá suprir parcialmente o problema de acesso à informação experimentado pelos sócios minoritários da previsivelmente dispersa base acionista que resultará de muitas campanhas de *crowdfunding* de capital²³⁶.

O único problema decorrente da disponibilização de informação nestes termos é, naturalmente, o dos custos que esta pode acarretar para os beneficiários da campanha de *crowdfunding* – sendo necessário procurar um equilíbrio entre a necessidade de informar os investidores e a manutenção dos custos administrativos do recurso ao *equity crowdfunding* em níveis aceitáveis (e que permitam a sua viabilização enquanto alternativa de financiamento).

O equilíbrio atingido pelo legislador português parece ser, contudo, satisfatório, na medida em que a informação a disponibilizar inicialmente pelos beneficiários do *crowdfunding* é transmitida à plataforma de *crowdfunding* através de um formulário, e dispensa certificação externa²³⁷. A utilização de formulário, em particular, não só permite redu-

²³⁵ Cfr. RJFC, art. 7.º, n.º 2.

²³⁶ De acordo com um estudo de AHLERS *et al.*, o sucesso do *crowdfunding* de capital depende significativamente da disponibilização de informação prospetiva, designadamente sobre as perspetivas financeiras da empresa, os fatores de risco a que esta se encontra sujeita e os mecanismos que regem a sua governação interna. Em particular, os investidores parecem preocupar-se com a formação dos membros do órgão de gestão das empresas em que investem e com a existência de planos de saída que lhes permitam vender as suas ações nalguma altura [ver GERRIT K. C. AHLERS *et al.*, “Signaling in Equity Crowdfunding” (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955].

²³⁷ De acordo com AHLERS *et al.*, a certificação externa da informação prestada no âmbito de uma campanha de *crowdfunding* tem um impacto pouco significativo no seu

zir os custos inerentes ao cumprimento das obrigações de informação dos beneficiários do *crowdfunding*, como proporciona aos investidores um instrumento que lhes permite comparar facilmente diferentes campanhas de *crowdfunding*²³⁸.

Por outro lado, e ainda que a imposição de advertências aos consumidores no âmbito do IFIFC seja meritória, considera-se que o legislador poderia ter ido mais longe, assumindo uma posição mais ativa na educação dos investidores interessados em canalizar os seus fundos para campanhas de *crowdfunding* de capital²³⁹. Por exemplo, a CMVM poderia impor aos investidores a resposta a um pequeno questionário ou a visualização de um vídeo educativo sobre o *crowdfunding* como condição de participação em campanhas de *crowdfunding*. Uma iniciativa deste tipo serviria para combater a apatia geralmente causada por avisos e advertências escritos²⁴⁰.

Neste mesmo sentido, a nova Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas obriga as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital ou por empréstimo a dar um “*entry knowledge test*” aos investidores participantes nesse tipo de campanhas²⁴¹ e, bem assim, a oferecer-lhes a possibilidade de fazer simulações que testem a sua capacidade para suportar perdas financeiras²⁴².

sucesso (ver *ibid.*).

²³⁸ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

²³⁹ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

²⁴⁰ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

²⁴¹ Cfr. Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, art. 15.º, n.º 1.

²⁴² Cfr. Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas, art. 15.º, n.º 5.

(3) *Do conteúdo das ofertas de crowdfunding de capital*

A par com os deveres de informação que se lhes referem, também o próprio conteúdo das ofertas feitas através de plataformas de *crowdfunding* de capital é regulado pelo RJFC e pelo Regulamento CMVM n.º 1/2016. Assim, o RJFC determina que as ofertas disponibilizadas no âmbito de exercícios de *crowdfunding* de capital estão sujeitas a limites máximos de angariação²⁴³. O artigo 19.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016 define estes limites máximos nos seguintes termos²⁴⁴:

	Ofertas destinadas a ser subscritas por a) pessoas coletivas, ou por b) pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €70 000	Restantes ofertas
Por oferta	€5 000 000	€1 000 000
Por atividade ou produto ao longo de um período de 12 meses (podendo incluir várias ofertas)	€5 000 000	€1 000 000

De acordo com a Nota Justificativa que acompanhou o projeto inicial do Regulamento CMVM n.º 1/2016, a opção pela limitação do montante a angariar por via do *crowdfunding* de capital a valores entre os €1 000 000 e os €5 000 000 (consoante o perfil dos respetivos destinatários) tinha em vista “limitar o acesso do financiamento colaborativo a investidores que reúnam as condições mais adequadas para aceder a este tipo de atividade”.

²⁴³ Cfr. RJFC, art. 18.º, n.º 1.

²⁴⁴ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 19.º, n.ºs 1-2.

Concorda-se que o acesso ao financiamento colaborativo de capital *por parte dos investidores* possa ter de ser regulado – designadamente através da limitação dos montantes que cada investidor pode canalizar para este tipo de financiamento – mas não se vê como é que a limitação do montante a angariar pelos beneficiários do *crowdfunding* de capital cumpre este objetivo; esse é, antes, o papel das medidas constantes do artigo 20.º do RJFC (e a que cuja análise dedicamos na próxima secção).

Já as medidas consagradas pelo RJFC e pelo Regulamento CMVM n.º 1/2016 relativamente aos limites máximos de angariação das ofertas de *crowdfunding* têm, antes, dois outros efeitos que pouco (ou nada) contribuem para o cumprimento do objetivo traçado pela CMVM na Nota Justificativa anexa ao projeto do seu Regulamento n.º 1/2016: por um lado, o de limitar o tipo de campanhas de *crowdfunding* legalmente admitidas (através da consagração dos limites ao montante da oferta propriamente ditos), e, por outro, o de vedar a participação de determinado tipo de investidores em campanhas de *crowdfunding* acima de determinado valor.

O primeiro efeito decorrente da consagração de limites ao montante das ofertas objeto de *crowdfunding* – i.e., o de limitar o tipo de campanhas de *crowdfunding* admitido por lei – é particularmente infeliz. É que, lido em conjunto com o artigo 2.º do RJFC – que define, sem mais, o *crowdfunding* como o tipo de financiamento feito “através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet” –, o que o artigo 18.º do RJFC faz é restringir o tipo de ofertas públicas que podem ser intermediadas por plataformas eletrónicas às ofertas públicas de valor inferior a €5 000 000 (e, nalguns casos, de valor inferior a €1 000 000) e, por isso, isentas das obrigações constantes do Título III do CMVM.

A técnica do legislador português conduz, assim, a dois resultados:

O primeiro resultado é o de que nenhuma oferta pública de valores mobiliários de valor superior a €5 000 000 pode ser objeto de uma campanha de *crowdfunding* de capital intermediada por uma entidade gestora de plataforma eletrónica de *crowdfunding* – e isto independentemente de essa entidade gestora de plataforma eletrónica se encontrar

registada como intermediário financeiro (ou agente vinculado de intermediário financeiro), e independentemente, aliás, do cumprimento das obrigações constantes do Título III do CVM (incluindo a de publicação de prospeto).

Ora, não conseguimos conceber nenhuma justificação para este resultado, na medida em que a única característica que separa uma campanha de *crowdfunding* conduzida nos termos do parágrafo anterior da generalidade das ofertas públicas é o facto de a campanha de *crowdfunding* ser intermediada por uma entidade gestora de plataforma eletrónica – que se encontrará, na maior parte dos casos (e certamente neste) sujeita a um regime que é, como já vimos²⁴⁵, mais exigente que o aplicável à generalidade dos intermediários financeiros que, nos termos do artigo 113.º do CVM, devem intermediar as ofertas públicas sujeitas ao Título III do CVM.

Se é certo que a realização de ofertas públicas através de uma plataforma eletrónica de *crowdfunding* ligada à Internet pode acarretar uma série de riscos específicos que tivemos já ocasião de elencar *supra*, nenhum destes riscos parece, porém, justificar a proibição, sem mais, da canalização de ofertas superiores a €5 000 000 através deste tipo de plataformas – particularmente na medida em que tais plataformas se encontrem (como frequentemente se encontrarão) sujeitas a mais obrigações do que as aplicáveis à generalidade dos intermediários financeiros e, ainda, na medida em que o lançamento dessas ofertas seja acompanhado do cumprimento das obrigações do Título III do CVM.

O segundo resultado decorrente dos termos em que se encontra redigido o RJFC é ainda mais absurdo: nos termos deste diploma, as ofertas públicas de valor entre os €1 000 000 e os €5 000 000 que sejam dirigidas (pelo menos parcialmente) a investidores que não sejam pessoas

²⁴⁵ Na medida em que inclui tanto o regime aplicável à generalidade dos intermediários financeiros, como, ainda, as regras especificamente aplicáveis às entidades gestoras de plataformas eletrónicas de *crowdfunding* nos termos do RJFC e do Regulamento da CMVM.

coletivas, ou pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €70 000 passam a ser absolutamente proibidas se forem intermediadas por uma entidade gestora de plataforma eletrónica – mas permanecem quase inteiramente desreguladas ao abrigo do CVM se, pelo contrário, não forem intermediadas nestes termos (e escaparem, por isso, à noção do artigo 2.º do RJFC e, conseqüentemente, ao âmbito de aplicação da proibição constante do artigo 18.º do mesmo diploma).

Somos da opinião que estes anacronismos são produto de uma compreensão errada de como deve ser regulado o *crowdfunding* de capital. O *crowdfunding* de capital não é uma atividade que deva ser aprisionada numa definição e regulada *como tal*; é, antes, uma realidade pré-regulatória que nasceu em vazios jurídicos que pode fazer sentido regular: o vazio jurídico em que se movimentam as ofertas públicas de valores mobiliários de valor inferior a €5 000 000²⁴⁶ e o (relativo) vazio jurídico em que se movimentam as plataformas eletrónicas de *crowdfunding* (particularmente na medida em que estas não se encontrem já sujeitas ao regime dos intermediários financeiros e seus agentes vinculados). Em última instância, é principalmente sobre a atividade destas plataformas eletrónicas²⁴⁷ que deve recair a atenção do regulador²⁴⁸.

²⁴⁶ E que, nos termos do novo Regulamento Europeu sobre Prospetos, pode vir a ser alargado para passar a abranger também as ofertas públicas de valores mobiliários de valor inferior a €8 000 000 [cfr. Regulamento Europeu sobre Prospetos, art. 3.º, n.º 2, b)].

²⁴⁷ Em linha, de resto, com a proposta do legislador europeu (cfr. Proposta de Regulamento Europeu relativo aos Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo às Empresas).

²⁴⁸ Em qualquer caso, uma variação mais interessante do regime constante do artigo 18.º do RJFC e do artigo 19.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016 sempre passaria por introduzir limites às ofertas de financiamento colaborativo de capital que não fossem calculados em atenção ao cômputo global de todas as ofertas lançadas em determinado período: tal disposição teria pelo menos o mérito de incentivar os beneficiários do *crowdfunding* a tornarem-se *repeat players* no âmbito deste tipo de financiamento (na medida em que quisessem angariar, por esta via, quantias maiores de financiamento); esta repetição de interações teria, por sua vez, o efeito de desencorajar comportamentos oportunistas [cfr. AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple

A segunda consequência do efeito conjugado do artigo 18.º do RJFC e do artigo 19.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016 é a de que o espectro de ofertas permitidas no âmbito do *crowdfunding* de capital passa a variar consoante o perfil dos seus destinatários. Não se percebe, porém, que objetivo é que o legislador quis prosseguir com esta distinção: a limitação do acesso ao financiamento colaborativo a investidores que reúnam as condições mais adequadas para aceder a este tipo de atividade é antes prosseguida, já se viu, pelas limitações constantes do artigo 20.º do RJFC (de que nos ocuparemos de seguida).

O único efeito decorrente da diferenciação feita pelo artigo 19.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016 é, antes, o de encorajar os empreendedores que pretendem angariar valores superiores a €1 000 000 através do *crowdfunding* a excluir da sua oferta destinatários menos sofisticados. Esta medida parece assumir que a angariação de montantes superiores implica riscos maiores para os investidores.

Ora, é certo que, admitindo que a contribuição tipicamente prestada pelos investidores em campanhas de financiamento permanece mais ou menos fixa independentemente do montante total a angariar, esta medida tem por efeito prevenir a dispersão excessiva do capital da sociedade financiada. Parece-nos, contudo, que se é esse o objetivo do legislador, há formas mais eficazes (ou, pelo menos, mais diretas) de o cumprir, designadamente, através da imposição de montantes mínimos de participação em campanhas de *crowdfunding* (e que podem variar com o montante total a angariar).

O impedimento à dispersão excessiva de capital prosseguido por via do artigo 18.º do RJFC e do artigo 19.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016 corresponde, de resto, a um benefício muito residual em comparação com as desvantagens decorrentes deste regime para os investidores menos sofisticados: é que o efeito deste artigo é, antes de mais, impedir a participação destes investidores em empreendimentos potencialmente

interessantes e que não parecem implicar maiores riscos em virtude do montante a angariar²⁴⁹. O legislador interfere, assim, na amplitude do espectro em que dois agentes com interesses compatíveis podem chegar a acordo, sem parecer ter um motivo forte para isso.

Diga-se, enfim, que mesmo que se considerasse que a diferenciação entre limites a aplicar às ofertas integradas em campanhas de *crowdfunding* de capital consoante o perfil do destinatário da oferta serve algum propósito útil, um dos critérios de diferenciação adotados pelo legislador deixa algo a desejar. Se, por um lado, é certo que a diferenciação consoante o rendimento corresponde à utilização de uma *proxy* muito comum para a sofisticação financeira²⁵⁰, e se aceita que um investidor com rendimento mais elevado está (tendencialmente) em melhores condições para lidar com os resultados de um investimento falhado²⁵¹, por outro lado, a diferenciação feita entre pessoas singulares e pessoas coletivas pode abrir um caminho fácil para a fraude a esta disposição, na medida em que é muito fácil constituir pessoas coletivas, e o Regulamento CMVM n.º 1/2016 nem faz depender os termos em que se aplica o seu artigo 19.º da existência de responsabilidade limitada.

Em conclusão, somos da opinião de que os limites ao montante das ofertas feitas no âmbito de campanhas de *crowdfunding* deviam ser excluídos do RJFC e do Regulamento CMVM n.º 1/2016. Em última

²⁴⁹ De resto, pode especular-se que, na medida em que os negócios celebrados no âmbito de uma campanha de *crowdfunding* se dão por não realizados caso os montantes requeridos não sejam angariados nos prazos estabelecidos (cfr. RJFC, art. 9.º, n.º 2), a tentativa de angariação de um montante superior a €1 000 000 pode ser um sinal muito positivo da confiança dos empreendedores na viabilidade da empresa.

²⁵⁰ Até na medida em que níveis mais elevados de rendimento podem ser utilizados para, pelo menos, aceder a serviços de aconselhamento financeiro que supram qualquer falta de conhecimento do próprio investidor.

²⁵¹ De acordo com BRADFORD, a capacidade para absorver perdas é um critério mais razoável para fazer esta diferenciação do que a utilização do rendimento anual como *proxy* para a sofisticação financeira [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

análise, o legislador devia ter evitado delimitar o âmbito de aplicação do RJFC através de uma definição de financiamento colaborativo para depois estabelecer tetos máximos para a angariação de fundos através do *crowdfunding*. Em alternativa, teria sido antes preferível formular, à semelhança do legislador europeu, um diploma jurídico especificamente aplicável à atividade das plataformas gestoras de plataformas eletrónicas de *crowdfunding* (de investimento e por empréstimo)²⁵².

O RJFC contém, porém, outras limitações aos termos em que são feitas as ofertas intermediadas por entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital – que não de montante – que podem, de facto, desempenhar um papel útil na proteção dos investidores. Assim, estabelece, ainda, o RJFC que os negócios celebrados no âmbito de uma campanha de *crowdfunding* se dão por não realizados caso os montantes requeridos não sejam angariados nos prazos estabelecidos²⁵³, e, bem assim, que as ofertas no âmbito do *crowdfunding* de capital apenas podem ser disponibilizadas numa única plataforma²⁵⁴.

²⁵² Em complemento, podia, ainda, o legislador ter regulado as ofertas públicas de valores mobiliários de montantes inferiores a €5 000 000 – mas nada parece justificar a proibição, sem mais, de campanhas de *crowdfunding* destinadas a angariar montantes iguais ou superiores a €5 000 000. Na verdade, não podemos deixar de especular que as limitações ao montante a angariar através do *crowdfunding* de capital consagradas no RJFC e no Projeto da CMVM correspondem a uma cópia acrítica do modelo seguido pelos EUA na regulação do *crowdfunding* (em que os limites ao montante a angariar através deste tipo de financiamento constitui a pedra-toque do JOBS Act). Isto só acontece, contudo, porque o modelo dos EUA tem um ponto de partida diferente do existente na União Europeia: é que nos EUA o *crowdfunding* de capital era proibido até ao momento em que foi regulado, funcionando os limites ao montante do financiamento como um meio de delimitar o regime consagrado pelo legislador norte-americano; já na UE, o *crowdfunding* de capital destinado a angariar montantes inferiores a €5 000 000 cabe no vazio legal deixado pelo legislador europeu e pelo CVM e era, por isso, permitido ainda antes da sua regulação pelos Estados-Membros.

²⁵³ Cfr. RJFC, art. 9.º, n.º 1.

²⁵⁴ Cfr. RJFC, art. 18.º, n.º 3.

O facto de os negócios celebrados ao abrigo de uma campanha de *crowdfunding* se darem por não realizados quando os montantes pedidos não são angariados constitui uma solução para a apatia que pode assolar um investidor racional que espere até ver se uma campanha de *crowdfunding* tem sucesso antes de investir, e elimina, simultaneamente, o risco de os investidores canalizarem fundos para projetos que não conseguem, no final do dia, angariar o financiamento necessário a assegurar a respetiva viabilidade²⁵⁵.

Já o facto das ofertas no âmbito do *crowdfunding* de capital apenas poderem ser disponibilizadas numa única plataforma pode redundar num aumento da competição entre plataformas. Na medida em que estas competem não apenas para atrair empreendedores que pretendam beneficiar desta forma de financiamento, mas, ainda, investidores, um aumento na competição entre plataformas pode levá-las a melhorar as suas regras internas no sentido de proporcionarem alternativas de investimento tão seguras quanto possível.

(4) *Das obrigações impostas aos investidores em campanhas de crowdfunding de capital*

Finalmente, e no que toca aos investidores, o artigo 20.º do RJFC determina que estes se encontram sujeitos a limites máximos de investimento anual em produtos adquiridos através de plataformas de financiamento colaborativo de capital, incluindo um limite máximo anual por investidor em relação a cada oferta e um limite máximo global anual por investidor em relação ao total de ofertas por este subscritas²⁵⁶.

De acordo com o Regulamento CMVM n.º 1/2016, os investidores em estruturas de financiamento colaborativo de capital não podem

²⁵⁵ Ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.

²⁵⁶ Cfr. RJFC, art. 20.º do RJFC.

ultrapassar os €3 000 por oferta, ou os €10 000 no total dos investimentos feitos através do financiamento colaborativo no prazo de 12 meses²⁵⁷. Tais limites não são, porém, aplicáveis às pessoas coletivas, às pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €70 000, ou aos investidores profissionais nos termos das alíneas *a)* a *k)* do artigo 30.º do CVM²⁵⁸.

O RJFC impõe, ainda, aos próprios investidores que estes declarem, no ato de subscrição, que compreendem as condições do negócio que se propõem a celebrar – e, particularmente, o risco associado a este tipo de investimento²⁵⁹. Os investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital devem, ainda, declarar o montante global investido em plataformas de financiamento colaborativo²⁶⁰, bem como o respetivo escalão de rendimento²⁶¹.

A introdução de barreiras ao investimento individual em *crowdfunding* de capital permite eliminar a possibilidade de um investidor experimentar perdas catastróficas: essas perdas são, assim, limitadas a montantes comportáveis pelo respetivo rendimento anual. Aplaudimos, portanto, o mérito desta medida.

Ainda assim, não deixamos de apontar às disposições do Regulamento CMVM n.º 1/2016 em matéria de limites à participação dos investidores em campanhas de *crowdfunding* a mesma crítica subjacente às preocupações expressas a propósito do artigo 19.º do mesmo Regulamento. Também aqui consideramos que isentar (sem mais) as pessoas coletivas dos limites constantes do artigo 12.º do Regulamento pode conduzir ao aproveitamento desta exceção por investidores singulares que

²⁵⁷ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 12.º, n.º 1.

²⁵⁸ Cfr. Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 12.º, n.º 2.

²⁵⁹ Cfr. RJFC, art. 8.º

²⁶⁰ Cfr. RJFC, art. 20.º, n.º 4 e Regulamento CMVM n.º 1/2016, art. 12.º, n.º 3.

²⁶¹ Cfr. RJFC, art. 20.º, n.º 4 e Regulamento CMVM n.º 1/2016, Anexo “Menções obrigatórias pelo investidor em sede de financiamento colaborativo”.

constituam pessoas coletivas para este efeito (e que não têm, se quer, de ser constituídas com responsabilidade limitada).

Assinalamos, enfim, que o artigo 12.º do Regulamento CMVM n.º 1/2016 poderia ter sido estruturado em termos que não previssem apenas limites absolutos ao investimento em *crowdfunding*, mas também, em alternativa, limites variáveis em função do rendimento. Assim, este artigo podia ser repensado de forma a permitir o investimento em *crowdfunding* de capital até um determinado valor máximo previamente determinado (os tais €3 000 por oferta ou €10 000 ao longo de 12 meses), ou, *alternativamente*, até determinada percentagem do rendimento anual do investidor. A introdução desta alternativa permitiria um maior grau de diferenciação entre os investidores com rendimentos anuais inferiores a €70 000, possibilitando a canalização de mais fundos para o *crowdfunding* de capital por parte de investidores mais capazes de suportar os riscos decorrentes desta modalidade de financiamento.

5.5. Caminhos alternativos para a regulação do *crowdfunding* de capital

Analizado o enquadramento jurídico que preside à regulação do *crowdfunding* de capital no ordenamento jurídico português, estamos em condições de proceder a uma apreciação mais genérica do seu mérito, e de apontar alguns caminhos alternativos para a regulação do *crowdfunding* de capital em Portugal.

Em primeira instância, cumpre reconhecer que muitas das medidas implementadas no âmbito do enquadramento jurídico português são extremamente positivas. São de saudar, em particular, as medidas que impõem às entidades beneficiárias do *crowdfunding* de capital a obrigação de prestação de informações às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* por via do preenchimento e entrega de um formulário inicial, e as medidas que estendem a obrigação de prestação de

informações das entidades beneficiárias do *crowdfunding* de capital para além do momento da campanha inicial.

É, ainda, de louvar a imposição de deveres e obrigações específicos às entidades gestoras de plataformas eletrónicas de *crowdfunding* – ainda que a conjugação desses deveres e obrigações específicos com os requisitos que decorrem do CVM para muitas dessas plataformas possa deixar algo a desejar. Em qualquer caso, a aposta na regulação cuidada da atividade destas entidades coloca-as em condições de serem verdadeiros *gatekeepers* do financiamento colaborativo de capital, e torna-as no primeiro bastião de defesa dos investidores.

Já o aspeto da regulação do *crowdfunding* de capital que nos merece maiores críticas corresponde à utilização de uma definição de *crowdfunding* para ancorar o âmbito de aplicação do RJFC e à imposição de limites máximos às ofertas públicas intermediadas por plataformas eletrónicas.

De resto, e para além das críticas que fomos apontando individualmente a disposições específicas, consideramos que o legislador português poderia ter revelado maior preocupação no tratamento dos riscos decorrentes do *crowdfunding* de capital para os investidores enquanto acionistas. Conforme assinalámos, os riscos corridos pelos investidores do *crowdfunding* de capital não se esgotam, muitas vezes, durante a campanha inicial, mas estendem-se ao longo da vida da sociedade financiada, na medida em que os seus mecanismos de governação são muitas vezes insuficientes para permitir a monitorização adequada da respetiva gestão por parte da base acionista dispersa que frequentemente se forma em resultado do recurso ao *crowdfunding*.

Designadamente, entendemos que futuros caminhos a percorrer pelo legislador português podem incluir a introdução de obrigações adicionais de monitorização sobre as entidades gestoras das plataformas de *crowdfunding*, uma vez que estas, no seu papel de *gatekeepers* e enquanto intermediários na relação entre os investidores em campanhas de *crowdfunding* e os seus beneficiários, se encontram numa posição privilegiada para proceder a esta monitorização. Além disso, e apesar dos *biases* a que estão sujeitos os investidores em geral, e, em particular,

os investidores menos sofisticados do *crowdfunding* de capital, consideramos que a monitorização de uma sociedade financiada através desta modalidade de financiamento poderia beneficiar da troca de informação e ideias entre investidores²⁶²; para este efeito, as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* podiam ser sujeitas à obrigação de providenciar aos respetivos utilizadores um fórum aberto de comunicação que lhes permitisse coordenar a monitorização das empresas financiadas, mesmo depois de finalizada a fase inicial de angariação de fundos²⁶³.

Consideramos, por fim, que poderia existir algum mérito na introdução obrigatória de direitos de *tag along* em sociedades financiadas através do *crowdfunding* de capital, nos termos dos quais a venda de participações sociais por parte dos sócios fundadores da empresa beneficiária do *crowdfunding*, ou outras mudanças de controlo, despoletassem o direito dos acionistas minoritários a vender as suas participações sociais em condições semelhantes.

²⁶² De acordo com AGRAWAL, ainda que a informação produzida pela multidão possa, por vezes, ser um sinal ruidoso, o seu valor no âmbito do *crowdfunding* de capital não deve ser menosprezado [ver AJAY K. AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, “Some Simple Economics of Crowdfunding” (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63].

²⁶³ Ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1.

6. Conclusão

O financiamento colaborativo de capital é, de entre as várias modalidades de *crowdfunding*, a que mais tem vindo a interessar académicos e reguladores. Se, por um lado, o potencial desta forma alternativa de financiamento para apoiar o desenvolvimento de pequenas e médias empresas em fase de arranque pode explicar o crescimento que este subtipo de *crowdfunding* tem vindo a experimentar nos últimos anos, a gradual consciencialização dos riscos corridos pelos investidores que se propõem a participar em campanhas de *crowdfunding* de capital pode vir a ditar-lhe um fim precoce.

O *crowdfunding* de capital apresenta-se, assim, como um desafio legislativo especialmente urgente – na medida em que a sua desregulamentação pode conduzir ao primeiro escândalo capaz de condenar esta modalidade de *crowdfunding* ao fracasso – e especialmente complexo – uma vez que uma regulamentação desequilibrada, ou excessivamente onerosa do *crowdfunding* de capital também pode levar ao seu desaparecimento.

O caminho que percorremos neste texto pretendeu ilustrar algumas das dificuldades que presidem à regulação do *crowdfunding* de capital²⁶⁴.

Estas dificuldades começam, desde logo, com a compreensão do que é o financiamento colaborativo. A este propósito, sistematizámos os elementos essenciais e eventuais do *crowdfunding*, e criticámos o esforço legislativo que conduziu à consagração de uma definição de *crowdfunding* no artigo 2.º do RJFC.

²⁶⁴ Outras dificuldades terão escapado ao âmbito do presente texto e poderão servir de base a investigação futura, tais como a regulamentação de campanhas de *crowdfunding* com vocação transfronteiriça.

Procurámos, depois, analisar as características do financiamento colaborativo de capital, e elencar os benefícios e riscos inerentes a esta modalidade de *crowdfunding*. As conclusões a que chegámos tornaram-se, então, no ponto de partida para a nossa crítica às soluções avançadas pelo legislador português no âmbito da regulação do financiamento colaborativo de capital.

Concluímos, na nossa análise, que a regulação do *crowdfunding* de capital deve assentar num equilíbrio entre a proteção dos investidores e a viabilização do *crowdfunding* enquanto meio de financiamento acessível a empresas impossibilitadas de aceder aos meios tradicionais de financiamento.

Consideramos, contudo, que mais do que tornar o *crowdfunding* de capital num instrumento de financiamento capaz de suprir necessidades de capital de curto prazo, é importante torná-lo na base para a construção de um sistema de governação societária sólido e que proporcione potencial de crescimento à sociedade financiada, designadamente na medida em que esta possa ter de vir a recorrer a rondas de financiamento adicionais.

Assim, e apesar de reconhecermos o mérito de algumas das soluções avançadas pelo legislador português, consideramos que muito há, ainda, a melhorar. Assinalamos também, em qualquer caso, que é expectável, e – até um certo grau – desejável que a regulação do *crowdfunding* de capital se vá fazendo de ajustes sucessivos, capazes de acompanhar a evolução de um fenómeno que ainda está a dar os seus primeiros passos.

Desta forma, esperamos que os previsíveis avanços e recuos que o regime jurídico do financiamento colaborativo venha a sofrer possam vir a resultar num equilíbrio sustentável entre o fomento do *crowdfunding* enquanto forma alternativa de financiamento e a proteção dos agentes que nele investem. Só assim é que o *crowdfunding* de capital – para já essencialmente ausente do panorama essencial – se poderá tornar verdadeiramente num veículo para o desenvolvimento económico das pequenas e médias empresas portuguesas.

Consideramos, no entanto, que reduzir o papel do *crowdfunding* de capital a motor do financiamento de pequenos e médios empreendimentos impedidos de aceder às formas de financiamento mais tradicionais é redutor: as vantagens do *crowdfunding* não se limitam ao facto de este ser, por vezes, a única alternativa de financiamento a que estes empreendimentos podem recorrer²⁶⁵.

O *crowdfunding* é, antes de mais, uma modalidade de *crowdsourcing* – correspondente a um modelo de solução alternativo que se baseia nas capacidades das multidões. Com a regulação certa, o *crowdfunding* poderá, assim, encorajar o surgimento de uma nova dinâmica a estabelecer entre, de um lado, empreendedores e, de outro, uma multidão motivada para utilizar a Internet como veículo para influenciar os destinos dos empreendimentos em que investe, e dos quais se tornará, muitas vezes, cliente. Especulamos que, com a regulação certa, mesmo empresas de maiores dimensões ou atores financeiros mais tradicionais possam vir a querer participar neste mercado²⁶⁶.

É certo que o objetivo primeiro de qualquer tentativa de regular o *crowdfunding* deve ser o de assegurar a sua viabilização enquanto instrumento de financiamento simultaneamente acessível e seguro – e, de resto, foi sobretudo à procura desse equilíbrio que dedicámos o presente texto. Consideramos, contudo, que regular o *crowdfunding* sem procurar potenciar, também, o que este tem de único é desperdiçar uma oportunidade. Encerramos, assim, esta discussão na esperança de que esforços

²⁶⁵ Em sentido contrário, BRADFORD considera que o *crowdfunding* tem por único papel o preenchimento do *financing gap* experimentado pelas pequenas e médias empresas [ver C. STEVEN BRADFORD, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws” (2012) *Columbia Business Law Review* 1].

²⁶⁶ Ver SPACE TEC CAPITAL PARTNERS, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016.

de investigação futuros (sejam eles desenvolvidos na área do Direito, ou de outras Ciências Sociais) possam vir a influenciar a regulação do *crowdfunding* em termos que permitam a libertação integral do seu potencial.

Bibliografia

- AGRAWAL, A. K., CATALINI, C. e GOLDFARB, A., "The Geography of Crowdfunding" (National Bureau of Economic Research 2011) Working Paper 16820 <<http://www.nber.org/papers/w16820>> consultado em 31 de março de 2016.
- AGRAWAL, A. K., CATALINI, C. e GOLDFARB, A., "Some Simple Economics of Crowdfunding" (2013) 14 NBER/Innovation Policy and the Economy 63.
- AHLERS, G. K. C., *et al.*, "Signaling in Equity Crowdfunding" (2015) 39 *Entrepreneurship Theory and Practice* 955.
- AKERLOF, G. A., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" (1970) 84 *The Quarterly Journal of Economics* 488.
- ARMOUR, J., *et al.*, *Principles of Financial Regulation* (Oxford University Press 2016).
- ARMOUR, J. e Enriques, L., "The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts" (2018) 81 *The Modern Law Review* 51.
- ASCHENBECK-FLORENCE, T., *et al.*, "Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy, and the Impact of the European Single Market" (European Crowdfunding Network in association with Osborne Clarke 2013).
- BELLEFLAMME, P., LAMBERT, T. e SCHWIENBACHER, A., "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd" (2013) 29 *Journal of Business Venturing* 585.
- BERLE, A. e MEANS, G., *The Modern Corporation and Private Property* (2nd edition, Harvourt, Brace and World 1967).
- BIJKERK, W., "Risks and Benefits of Crowd-Funding" (AMCC Training Seminar, Tokyo, 10 April 2014) <<https://www.iosco.org/research/pdf/20140410-Risks-and-Benefits-of-Crowdfunding.pdf>>.
- BOATRIGHT, J. R., *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice* (John Wiley & Sons 2010).

- BRABHAM, D. C., "Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases" (2008) 14 *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies* 75.
- BRADFORD, C. S., "Crowdfunding and the Federal Securities Laws" (2012) *Columbia Business Law Review* 1.
- BREALEY, R., MYERS, S. e ALLEN, F., *Principles of Corporate Finance* (Global Edition, McGraw-Hill Education 2013).
- CARMEL, E. e HARLOCK, J., "Instituting the 'Third Sector' as a Governable Terrain: Partnership, Procurement and Performance in the UK" (2008) 36 *Policy and Politics* 155.
- CFA INSTITUTE, "Sourcing Equity and Debt Funding from the Crowd: Developing a Regulatory Framework" (2014) Issue Brief: Investment-gated Crowdfunding.
- CLIFFORD CHANCE, "Briefing Note: International Regulatory Update" <<https://online-services.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key=OBWlbfGnhLNomwBl%2B33QzdFhRQAhp8D%2BxrIGReI2crGqLnALtlyZe5tsh8FqS38zJs3ZHg4FaT%2Fp%0D%0A5mt12P8Wnx03DzsaBGwsIB3EVF8XihbSpJa3xHNE7tFeHpEbaelf&attachmentsize=222810>> consultado em 31 de março de 2016.
- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, "Sistema de Difusão de Informação – Financiamento Colaborativo" <https://web3.cmvm.pt/sdi/crowdfunding/ficha_ecf.cfm?num_ent=%26%23%24SY%22%2DI9%0A> consultado em 31 de maio de 2019.
- COMISSÃO EUROPEIA, "Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Aproveitar o potencial do Financiamento Coletivo na União Europeia" (2014) COM(2014) 172 final.
- CORNFIELD, M., *Politics Moves Online: Campaigning and the Internet* (2004).
- COSTA, V., "A Regulação do Financiamento Colaborativo ou 'Crowdfunding' – em especial o caso Português" (2018) 59 *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* 8.
- COUTO, A. S. e COLAÇO, F. R., "Portugal: O Equity Crowdfunding e os Meios Alternativos de Financiamento" (2015) 39–2015 *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* 130.
- CROWDFUNDING HUB, "Current State of Crowdfunding in Europe: An Overview of the Crowdfunding Industry in More than 25 Countries: Trends, Volumes & Regulations" (2016) <<https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/>

files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEPR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf> consultado em 31 de março de 2017.

CUMMING, D. e JOHAN, S., “Demand-Driven Securities Regulation: Evidence from Crowdfunding” (2013) 15 *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 361.

DELIVORIAS, A., “Crowdfunding in Europe – Introduction and State of Play” (European Parliament 2017) Briefing.

DUARTE D. P., *et al.*, “Financiamento Colaborativo de Capital (Equity Crowdfunding)”, *Fintech – Desafios da Tecnologia Financeira* (2.^a edição, Almedina 2017).

EUROPEAN COMMISSION, “Investor Education: Important Things to Know before Investing in Innovative Start-Ups through a Portal” <<http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=27031&no=9>> consultado em 31 de março de 2016.

EUROPEAN COMMISSION, “2016 SBA Fact Sheet – Portugal” (Internal market, industry, entrepreneurship and SMEs 2016) <<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/22382/attachments/28/translations/en/renditions/native>> consultado em 31 de março de 2017.

EUROPEAN COMMISSION D. G. INTERNAL MARKET AND SERVICES, “Consultation Document: Crowdfunding in the EU – Exploring the Added Value of Potential EU Action” (2013).

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, “Investment-Based Crowdfunding – Insights from Regulators in the EU” (2015) ESMA/2015/856.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, “The FCA’s Regulatory Approach to Crowdfunding over the Internet, and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities by Other Media Feedback to CP13/13 and Final Rules” (2014) Policy Statement PS14/4 <<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>>.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY – STRATEGY AND COMPETITION DIVISION, “A Review of the Regulatory Regime for Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities by Other Media” (2015) <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>> consultado em 31 de março de 2016.

FINE, P., “Crowdfunding and Its Implications for Corporate Governance” (*Sainty Law*, 7 August 2013) <<http://www.saintylaw.com.au/2013/08/07/>>

crowdfunding-and-its-implications-for-corporate-governance/> consultado em 29 de janeiro de 2016.

FREEDMAN, D. e NUTTING, M., "A Brief History of Crowdfunding – Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA" <<https://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf>> consultado em 31 de março de 2016.

GRIFFIN, Z., "Crowdfunding: Fleecing the American Masses" (2013) 4 *Journal of Law, Technology & the Internet* 375.

GUINNESS WORLD RECORDS, "Most Money Pledged to a Kickstarter Boardgame" (*Guinness World Records*) <<https://www.guinnessworldrecords.com/world-records/432893-most-money-pledged-to-a-kickstarter-boardgame>> consultado em 31 de março de 2019.

GUZIK, S. S., "SEC Crowdfunding Rulemaking Under the Jobs Act – An Opportunity Lost?" <<http://papers.ssrn.com/abstract=2393897>> consultado em 31 de março de 2016.

HANKS, S., "Online Capital-Raising by Small Companies in the USA after the JOBS Act Compared to the Same Process in the European Union" (2013) 8 *Capital Markets Law Journal* 261.

HAZEN, T. L., "Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure" (2012) 90 *North Carolina Law Review* 1735.

HEMER, J., "A Snapshot on Crowdfunding" (Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI 2011) No. R2/2011 <<http://www.legalefiscale.it/wp-content/uploads/2016/09/StudioCrowdfundig.pdf>> consultado em 31 de março de 2016.

HEMINWAY, J. M., "Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the 'Crowd'" (2014) 38 *Vermont Law Review* 827.

HEMINWAY, J. M. e HOFFMAN, S. R., "Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933" (2011) 78 *Tennessee Law Review* 879.

HORNUF, L. e SCHWIENBACHER, A., "Should Securities Regulation Promote Crowdinvesting?" (2017) 49 *Small Business Economics* 579.

HORNUF, L. e SCHWIENBACHER, A., "Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?", *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels* (Forthcoming)

- <<https://papers.ssrn.com/abstract=2401515>> consultado em 31 de março de 2019.
- HOWE, J., “The Rise of Crowdsourcing” (*Wired*, 6 January 2006) <<http://www.wired.com/2006/06/crowds/>> consultado em 31 de março de 2016.
- KLAES, M. e EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Identifying Market and Regulatory Obstacles to Cross-Border Development of Crowdfunding in the EU Final Report* (2017) <<https://doi.org/10.2874/65957>> consultado em 31 de maio de 2019.
- KLÖHN, L., HORNUF, L. e SCHILLING, T., “The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions” (2016) 13 *European Company Law*.
- KUPPUSWAMY, V. e BAYUS, B. L., “Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers”, *The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals, and Investor Behavior* (Douglas Cumming e Lars Hornuf, Palgrave Macmillan 2018).
- LARRALDE, A. e SCHWIENBACHER B., “Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures”, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* (Douglas Cumming, Oxford University Press 2012).
- LEHNER, O. M., “Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda” (2012) 15 *Venture Capital* 289.
- MASSOLUTION, “2015CF – Crowdfunding Industry Report” (2015) <http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54> consultado em 31 de março de 2017.
- MOREIRA, C. F., “Estado Junta-se ao ‘Crowdfunding’ da seedrs para investir em startups portuguesas” (*Observador*, 30 de março de 2017) <<http://observador.pt/2017/03/30/estado-junta-se-ao-crowdfunding-da-seedrs-para-investir-em-startups-portuguesas/>> consultado em 31 de maio de 2019.
- MÜLLER-SCHMALE, V., “Crowdfunding: Supervisory Requirements and Investor Responsibility” (BaFin – Federal Financial Supervisory Authority 2014) <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding_en.html> consultado em 31 de março de 2016.
- O'REILLY, T., “What Is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software” (2007) 65 *International Journal of Digital Economics* 17.
- PARSONT, J. W., “Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption” (2014) Spring 2014 *Harvard Business Law Review*.

PEBBLE TECHNOLOGY, “Pebble: E-Paper Watch for iPhone and Android” (*Kickstarter*) <<https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and-android>> consultado em 31 de maio de 2019.

PRATCHETT, T., *Jingo: Discworld – The City Watch Collection* (Gollancz 2014).

SCHWARTZ, A. A., “Crowdfunding Securities” (2013) 88 *Notre Dame Law Review* 1457.

SEC – SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Proposed Rules: Crowdfunding” (2013) RIN 3235-AL37.

SPACE TEC CAPITAL PARTNERS, “Crowdfunding Innovative Ventures in Europe: The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape – A Study Prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content & Technology” (European Commission DG Communications Networks, Content & Technology 2014) 30-CE-0614273/00-88 <https://ec.europa.eu/digital-single-market/sites/digital-agenda/files/newsroom/cover_8553.jpg> consultado em 31 de março de 2016.

SUROWIECKI, J., *The Wisdom of Crowds* (First Anchor Books Edition, Abacus 2005).

SWATMAN, R., “Japanese Videogame Designer Yu Suzuki Accepts Certificates for Shenmue 3 Crowdfunding Records” (*Guinness World Records*, 18 de janeiro de 2016) <<http://www.guinnessworldrecords.com/news/2016/1/japanese-videogame-designer-yu-suzuki-accepts-certificates-for-shemue-3-crowdfund>> consultado em 31 de março de 2019.

SYKES, A., “Proposals for a Reformed System of Corporate Governance to Achieve Internationally Competitive Long-Term Performance”, in Nicholas Dimsdale and Martha Prevezer (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance* (Oxford University Press 1994) <<http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780198287889.001.0001/acprof-9780198287889-chapter-7>> consultado em 30 de março de 2016.

TRIAKIS, G. e DANIELS, R., “The Role of Debt in Interactive Corporate Governance” (1995) 83 *California Law Review* 1073.

WHITBECK, J. B., “The JOBS Act of 2012: The Struggle between Capital Formation and Investor Protections” (2012) SSRN Scholarly Paper no 2149744 <<http://papers.ssrn.com/abstract=2149744>> consultado em 31 de março de 2019.

WILSON, K. E. e TESTONI, M., “Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets” (2014) August 2014 *Bruegel Policy Contribution* <<http://bruegel.org>>.

org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd_.pdf> consultado em 31 de março de 2016.

YS NET, “Shenmue 3” (*Kickstarter*) <<https://www.kickstarter.com/projects/ysnet/shenmue-3>> consultado em 31 de maio de 2019.

ZETZSCHE, D. A. e PREINER, C., “Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe” (2017) 19 *European Business Organization Law Review* 217.

ZIEGLER, T., *et al.*, “Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2018) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf> consultado em 31 de março de 2019.

ZIEGLER, T., *et al.*, “Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report” (Cambridge Centre for Alternative Finance 2019) <https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf> consultado em 31 de maio de 2019.

GRUPO PARLAMENTAR – PARTIDO SOCIALISTA, Projeto de lei n.º 419/XII – Aprova o regime jurídico do financiamento colaborativo 2013 [419/XII].



DIREITO
católicaTeses



CATOLICA
RESEARCH CENTRE
FOR THE FUTURE OF LAW

LISBOA

parceria



INSTITUTO
MIGUEL GALVÃO TELES