



Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito | Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais

Escola de Lisboa

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão

**Análise ao Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo Português
(“*Crowdfunding*”)**

Lourenço Azevedo de Castro Guimarães Barbosa

Professora Orientadora Rita Amaral Cabral

Lisboa, Setembro de 2016

Abstract

Crowdfunding enables entrepreneurs whose business size or similar features traditionally create financing constraints to obtain capital from anyone in the world via internet. This financial mechanism has the potential not only to improve access to finance but also to democratize access to investment opportunities.

This business model, evaluated in 2014 on the amount of € 115.000.000.00, has become very popular in countries like the United Kingdom or the U.S.A., where the perspective of growth in 2016 is of 75-100%, according to Forbes.

The above referred phenomenon has reached Portugal and is currently in permanent growth. The Portuguese parliament has decided to move forward in this area and has recently approved legislation regarding Crowdfunding. Subsequently, the Portuguese Securities and Markets Authority (“CMVM”) has also approved the regulation foreseen in the referred legislation.

The present work intends to analyze the Portuguese crowdfunding regime, notably Law no. 102/2015 and Regulation no. 1/2016.

For this purpose, the author aims to (i) describe the crowdfunding figure and its historical precedents, (ii) describe the crowdfunding mechanism pursuant to the corresponding Portuguese legislation and (ii) criticize the referred rules, in order to contribute to the analyses of the crowdfunding system in force in Portugal.

In order to better comprehend the crowdfunding figure, the author will provide the readers with an historical introduction as well as with a detailed description of the applicable legislation in force.

Finally, the author will conclude the present work by summarizing the main aspects of the crowdfunding regime and by presenting several questions that the above-mentioned legislation raises.

A Nosso Senhor Jesus Cristo

Agradecimentos

À minha Família e Amigos

À Sr.^a D.^a Maria Madalena Cid Gonçalves

À Universidade Católica Portuguesa

À Sr.^a D.^a Rita Amaral Cabral

«Fazei-me saborear com o amor o que saboreio com o conhecimento»

[Santo Anselmo]

Modo de Referenciar e Citar

A primeira citação bibliográfica é completa. Nas citações seguintes indica-se apenas o autor e, quando se justifique, o título, seguido de *loc. cit.*.

Os diplomas legais serão designados pelas abreviaturas usuais da literatura jurídica.

Os valores serão sempre arredondados para euros, para maior facilidade de exposição.

O autor do texto escreve de acordo com a anterior ortografia.

Siglas e Abreviaturas

Cfr.	- confronto
CMVM	- Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CVM	- Código dos Valores Mobiliários
DL	- Decreto-Lei
DMIF	- Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Maio de 2014 relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros
Ed.	- Edição
ESMA	- <i>European Securities and Markets Authority</i>
<i>i.e.</i>	- <i>id est</i>
IFI	- Informações Fundamentais destinadas aos Investidores
IFIC	- Informações Fundamentais destinadas aos Investidores de <i>Crowdfunding</i>
<i>loc. cit.</i>	- local citado
n.º	- número
NCFA	- National Crowdfunding Association of Canada
OPA	- Oferta Pública de Aquisição
p. / pp.	- página /páginas
PME	- Pequenas e Médias Empresas
REC	- <i>Real Estate Crowdfunding</i>
RJFC	- Lei n.º 102/2015 de 24 de Agosto
SPV	- <i>Special Purpose Vehicle</i>
ss.	- seguintes
USD	- <i>United States Dollar</i>
<i>V.</i>	- <i>Vide</i>
Vol.	- volume

Índice	
1. Introdução	8
2. Evolução do Instituto	10
2.1 Delimitação do Conceito	10
2.2 Antecedentes Históricos e Relevância Actual	12
3. Descrição da Figura e Principais Modalidades	17
3.1 O <i>Crowdfunding</i> de Empréstimo	18
3.2 O <i>Crowdfunding</i> de Capital	19
4. Enquadramento Legal	22
4.1 O RJFC	23
4.1.1 As Modalidades de <i>Crowdfunding</i>	24
4.1.2 Os Intervenientes	25
4.1.3 O Regime Contratual	27
4.1.4 A Supervisão da Actividade e as Condições do Financiamento	29
4.1.5 O Regime Sancionatório Aplicável	31
4.2 O Regulamento	31
4.2.1 O Acesso à Actividade	32
4.2.2 Os Deveres das Entidades Gestoras	34
4.2.3 Os Deveres de Informação dos Beneficiários	36
4.2.4 Limites Máximos de Investimento e de Angariação	37
4.3 Análise do Regime	39
4.3.1 Aspectos Específicos do Regime	42
4.3.2 Questões Controvertíveis Suscitadas pelo Regime Legal	45
5. Conclusão	47
6. Bibliografia	49

1. Introdução

O Financiamento Colaborativo (“*Crowdfunding*”, na terminologia anglo-saxónica) consiste num mecanismo de obtenção de fundos por parte de promotores de projectos, junto de uma multidão de investidores, através de plataformas *online*.

No presente trabalho utilizar-se-á indiferenciadamente a designação portuguesa e a anglo-saxónica. Esta tem um emprego tão generalizado que mais depressa identificará junto dos leitores a figura em causa, do que o *nomen* criado pelo legislador. Este assenta no termo colaborativo e não menciona a “multidão”. Curiosamente, a designação afasta-se assim do anonimato das relações que a massificação de uma multidão supõe e remete para uma “colaboração” que sugere mais proximidade. Todavia, como se verificará, neste instituto não existe qualquer relação entre os financiadores.

Esta forma de obtenção de fundos, da qual os países anglo-saxónicos foram pioneiros, pode revestir as seguintes modalidades: (i) doação (“*donation*”), (ii) recompensa (“*reward*”), (iii) dívida (“*debt*”) e (iv) capital (“*equity*”) e visa, antes de mais, o financiamento de projectos promovidos por PME.

Atendendo ao desenvolvimento que esta figura tem tido em Portugal nos últimos anos e à evolução do recurso a este mecanismo como forma alternativa de financiamento das empresas, o legislador português sentiu a necessidade de regular o instituto tendo concretizado tal propósito, no passado ano de 2015, através da publicação da Lei n.º 102/2015 de 24 de Agosto de 2015 sobre o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, de ora em diante identificado pela sigla “**RJFC**”.

Neste sentido, o presente trabalho visa analisar o RJFC bem como o respectivo Regulamento n.º1/2016 emitido pela CMVM (que se designará simplesmente como “**Regulamento**”) e contribuir, com espírito crítico, para o estudo das principais normas previstas nos referidos diplomas.

Para este efeito, o autor pretende (i) elaborar uma exposição sobre o *Crowdfunding* enquanto figura jurídica e (ii) descrever o regime do financiamento colaborativo actualmente vigente em Portugal, que se passará a identificar simplesmente como “**Regime**”, com base nos quadros normativos publicados até à data (RJFC e Regulamento).

Por fim, e por forma a concluir o presente trabalho, pretende-se descrever, de forma sumária, os principais aspectos do Regime, suscitar algumas questões e apresentar sugestões de alteração tendo em vista uma futura revisão do RJFC e do Regulamento.

2. Evolução do Instituto

2.1 Delimitação do Conceito

O financiamento colaborativo (“*Crowdfunding*”) é uma forma de obtenção de meios financeiros, habitualmente de montante reduzido, através do público, via *internet*, com vista ao desenvolvimento de projectos específicos.¹

Trata-se de uma modalidade de financiamento onde existe uma ligação estreita entre quem precisa de financiamento (o dono do projecto, adiante designado “**Beneficiário**”) e quem está disponível para financiar (o “**Investidor**”) e onde habitualmente intervém uma terceira entidade intermediária (entidade gestora da plataforma *online*, adiante designada “**Entidade Gestora**”) a qual pretende aproximar o Beneficiário dos seus Investidores.

O conceito de *Crowdfunding* distingue-se do conceito de *Crowdsourcing*. Este define-se como a forma de obtenção de quaisquer serviços, ideias ou produtos considerados necessários através de uma multidão de Investidores. Enquanto que no *Crowdsourcing*, os Investidores disponibilizam trabalho, no *Crowdfunding*, os Investidores disponibilizam os fundos necessários à actividade a desenvolver. “Um dos exemplos mais conhecidos do poder do *Crowsourcing* é a *Wikipédia*. A enciclopédia *online* é construída através de contribuições de milhares de indivíduos.”²

Não é fácil definir *Crowdfunding*, em termos dogmáticos e reconduzi-lo às figuras clássicas do direito privado. O *Crowdfunding* parece aproximar-se da figura da oferta ao público, modalidade de proposta contratual caracterizada por ser dirigida a uma generalidade de pessoas, uma vez que consubstancia uma oferta dirigida a um número indeterminado e quase universal de investidores a qual, uma vez aceite, dá lugar ao

¹ V. Parecer da CMVM no âmbito da consulta realizada na Assembleia da República, datado de 27 de Novembro de 2013, in <https://www.parlamento.pt>

² V. ANDREW FINK, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the Jobs Act*, 2012, p. 7, in <http://papers.ssrn.com>

aparecimento de um contrato³. Tal como a OPA, fica, porém, condicionada muitas vezes a alcançar certo montante.

Também a forma utilizada na formulação da oferta suscita questões de enquadramento. A Entidade Gestora disponibiliza na plataforma toda a informação necessária relacionada com a oferta com vista a obter financiamento por parte de potenciais Investidores, divulgando, igualmente, os termos e condições que regem a relação contratual a constituir. Estas são verdadeiras cláusulas contratuais gerais. Perante a oferta, e sem haver lugar a negociações ulteriores, os Investidores apenas têm de fornecer algumas informações, tais como o montante que pretendem investir, que correspondem a estipulação de contraproposta, e aceitar o restante teor da proposta.

No entanto, não podemos excluir a possibilidade de esta prática ser diferente com algumas Entidades Gestoras e de haver lugar à negociação de termos e condições entre os intervenientes. Neste caso, estaríamos mais próximos da figura do convite a contratar. Há autores como Schwienbacher, Belleflame e Lambert, que consideram que o *Crowdfunding* “é um convite público, realizado através da *internet*, o qual visa a obtenção de recursos financeiros...necessários à promoção de projectos específicos⁴” Saliente-se, contudo, que nos casos de *Crowdfunding* de empréstimo é mais comum existirem negociações (*i.e.*, sobre os valores das taxas de juro) do que nos casos de *Crowdfunding* de capital, onde a oferta segue um estilo estandardizado e, deste modo, aproxima-se mais de uma verdadeira proposta contratual.

O *Crowdfunding* é um instrumento que permite aos empreendedores que habitualmente enfrentam dificuldades na obtenção de financiamento a possibilidade de o fazer através de qualquer pessoa no mundo, via *internet*. Deste modo, o *Crowdfunding* surge como um mecanismo inovador que simplifica a obtenção dos fundos necessários ao

³ A proposta deve ser: (i) completa, (ii) revelar a intenção inequívoca de contratar e (iii) apresentar a forma do contrato a celebrar, V. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 1.º Vol., 2.ª Ed., Lisboa, 1988, p. 609

⁴ V. ARWIN SCHWIENBACKER, PAUL BELLEFLAME E THOMAS LAMBERT, *Crowdfunding, Tapping the right crowd*, 2013, p. 8, in <http://papers.ssrn.com>

desenvolvimento de projectos e assume-se como a principal fonte alternativa de financiamento para as PME.⁵

O *Crowdfunding* pode revestir diversas formas, sendo que as principais são as seguintes: (i) donativo (“*donation*”), (ii) recompensa (“*reward*”), (iii) patrocínio (“*sponsoring*”) (iv) pré-venda (“*pre-selling*”), (v) empréstimo não titularizado (“*lending*”) e (vi) emissão de instrumentos financeiros (“*securities based investments*”).

Estas modalidades podem definir-se da seguinte forma:

- (i) O Beneficiário recebe fundos provenientes dos investidores independentemente da entrega de uma contrapartida;
- (ii) O Beneficiário obriga-se a prestar um serviço ou um produto como contrapartida do financiamento obtido, habitualmente de valor inferior à contribuição;
- (iii) O Beneficiário obriga-se a promover e a publicitar os investidores como contrapartida do financiamento obtido;
- (iv) O Beneficiário obriga-se a desenvolver, produzir e entregar um determinado produto ou serviço com base no financiamento obtido;
- (v) O Beneficiário obtém financiamento o qual pode ou não envolver, como contrapartida, o pagamento de juros;
- (vi) O Beneficiário emite acções, obrigações ou outros instrumentos financeiros como contrapartida do financiamento.⁶

2.2 Antecedentes Históricos e Relevância Actual

Tem-se defendido que o conceito de *Crowdfunding* não é recente. Na verdade, a ideia subjacente ao *Crowdfunding*, ou financiamento através da multidão, terá sido usada

⁵ V. ALMA PEKMEZOVIC AND GORDON WALKER, *The Global Significance of Crowdfunding: Solving the SME Funding Problem and Democratizing Acces to Capital*, “William and Mary Business Law Review”, Vol. 7, Issue 2, Article 3, p. 356, in <http://papers.ssrn.com>

⁶ V. Parecer da CMVM, *loc. cit.*

pela primeira vez em 1884, para construção do pedestal da estátua da liberdade, o qual foi edificado com recurso a um *fundraising*.⁷

Muito mais tarde, mas de forma análoga, na indústria da música, em 1997, o grupo musical Marillion recorreu a uma angariação de fundos públicos para produzir CD's de música e promover os seus concertos.

Terá sido nos Estados Unidos da América, por volta do ano de 2006, que a figura ganhou forma e foi conceptualizada como *Crowdfunding*, tendo-se popularizado rapidamente e tendo inclusivamente sido utilizada para a campanha presidencial de Barack Obama, onde com esta figura foram angariados cerca de 500 milhões de dólares.⁸

Mas, na verdade, o *Crowdfunding*, enquanto modelo financeiro como o conhecemos hoje, surgiu pela necessidade de corrigir uma falha de mercado. Devido à crise financeira global, que assolou o mercado financeiro e deu origem a inúmeras restrições às actividades bancárias, o acesso ao crédito tornou-se mais difícil, especialmente para as empresas que se encontravam numa fase embrionária da sua vida empresarial.

Com efeito, “*na sequência de injeções em massa de liquidez (Quantitative Easing) e de juros muito baixos, vários Bancos ficaram sentados sobre montanhas de liquidez e não (re) distribuíram o crédito às empresas, sobretudo PME's, às famílias e à economia real, e mesmo a outros bancos, ... concretizando-se assim um exemplo do que Keynes chama a armadilha de liquidez.*”⁹ Este factor contribuiu bastante para a crise financeira vivida nos últimos anos e para a redução do mercado interbancário sobretudo no que toca às instituições de crédito de países com grave risco da dívida soberana como a Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha.

Neste contexto, o *Crowdfunding* revelou-se uma solução alternativa para o financiamento das pequenas e médias empresas, permitindo o acesso aos mercados

⁷ V. ALMA PEKMEZOVIC AND GORDON WALKER, *loc. cit.*, p. 364

⁸ V. RODRIGO DAVIES, *Civic Crowdfunding: Participatory Communities, Entrepreneurs and the Political Economy of Place*, 2014, p. 38, in <http://papers.ssrn.com>

⁹ V. JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Fundos de Investimento e Fundos de Garantia – Sumários, “Apontamentos policopiados”*, Universidade de Coimbra, 2014/2015, p. 73

financeiros a pessoas e empresas que nas condições actuais não acederiam a crédito bancário.

De acordo com os dados fornecidos pelo World Bank, estima-se que, actualmente, cerca de 200 milhões de PME no mundo inteiro tenham dificuldades em obter financiamento.¹⁰ Segundo o Banco Central Europeu, “quanto menor a empresa, maior a probabilidade de o financiamento ser rejeitado”. A percentagem de rejeição para microempresas é de 17,9%, 13,5% para as pequenas empresas, 5,7% para as médias empresas e 3,4% para as grandes empresas.¹¹ Na União Europeia, as PME representam 99% do universo das empresas em actividade, correspondendo a cerca de 2/3 da criação de emprego no sector privado.¹²

Neste sentido, as PME têm vindo a alterar a sua estratégia de financiamento, optando cada vez mais pela obtenção de fundos através do *Crowdfunding*. Segundo dados fornecidos pela Comissão Europeia, estima-se que, em 2015, tenham sido angariados 4.2 mil milhões de euros através de plataformas electrónicas sediadas na União Europeia. Sendo que 4.1 mil milhões dizem respeito a modelos de *Crowdfunding* que contemplam retorno financeiro (conforme dados descritos na tabela que se junta ao presente trabalho como Anexo I). No estudo que realizou, a Comissão Europeia identificou ainda 510 plataformas electrónicas activas na União Europeia em 2014.¹³

O referido estudo revela um total de 2,3 mil milhões de euros gerados com sucesso em 2013/14. Os maiores projetos angariaram 6,1 milhões de euros em capital e 5 milhões de euros em empréstimo. Entre 2013 e 2014, os montantes angariados através de plataformas de *Crowdfunding* de capital cresceram 167%, os montantes angariados através de plataformas de *Crowdfunding* de empréstimo cresceram 112%.

Em 2014, o montante médio angariado foi de € 260.000,00 para *Crowdfunding* de capital e € 11.000,00 para *Crowdfunding* de empréstimo. O valor médio angariado através

¹⁰ V. ALMA PEKMEZOVIC AND GORDON WALKER, *loc. cit.*, p. 352

¹¹ V. *European Commission Survey On The Access To Finance Of Enterprises*, 2013, in <http://ec.europa.eu>

¹² V. ALMA PEKMEZOVIC AND GORDON WALKER, *loc. cit.*, p. 364

¹³ V. *European Commission Survey on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 3 February 2016, p. 9, in <http://ec.europa.eu>

de plataformas de *Crowdfunding* de capital cresceu 21% (de € 215.000,00 para € 260.000,00). Esta tendência é confirmada pelo relatório “*UK Alternative Finance Report*”, de 2015, que mostra que o montante médio angariado no Reino Unido situou-se em 523.978 libras esterlinas, um considerável aumento da média de 199.095 libras esterlinas, em 2014.¹⁴

O Reino Unido foi o maior mercado por valor total gerado (89 milhões de euros), seguido pela França (19 milhões de euros) e Alemanha (18 milhões de euros). Para projetos de *Crowdfunding* de empréstimo o Reino Unido foi o maior mercado com 1,6 mil milhões de euros, seguido da Estónia (17 milhões de euros) e França (12 milhões de euros).

Em termos globais, as estimativas mais recentes mostram que o *Crowdfunding* cresceu 167% em 2014 e atingiu 16,2 mil milhões de USD. Os Estados Unidos da América continuaram a ser o país número um em termos de volume de *Crowdfunding*, apresentando um crescimento de 145%. O *Crowdfunding* no mercado asiático cresceu 320% USD com 3,4 mil milhões de USD angariados, à frente da Europa, que apresenta uma estimativa de 3,26 mil milhões de USD.¹⁵

Curiosamente, em alguns países, é no sector imobiliário que o *Crowdfunding* tem tido maior impacto¹⁶.

Este facto justifica-se pelas inúmeras vantagens que as plataformas de *Crowdfunding* oferecem a este sector da actividade económica. As Entidades Gestoras, geralmente, funcionam com o objetivo de oferecer aos Investidores o maior número possível de dados sobre um investimento. Os investimentos imobiliários são normalmente analisados previamente pelos Investidores, os quais têm acesso a toda a informação que lhes permite

¹⁴ V. BRYAN ZHANG, PETER BAECK, TANIA ZIEGLER, JONATHAN BONE AND KIERAN GARVEY, *Pushing Boundaries, The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, “University of Cambridge”, February 2016, in <http://www.nesta.org.uk>

¹⁵ V. European Commission Survey on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, *loc. cit.*, p. 11

¹⁶ “De acordo com os últimos dados, estima-se que, em 2015, o volume de investimento em REC, a nível mundial, tenha atingido os \$2.570M, dos quais \$1.400M nos EUA e \$1.000M, na Europa - em Espanha, onde o REC deu os primeiros passos no ano passado, serão angariados em 2016, por esta via, €37,501 (15% do volume total de investimento em Crowdfunding nesse país)” V. HUGO NUNES, *Crowdfunding: Nova Forma de Financiamento Imobiliário?*, “Imonews Portugal”, 1 de Abril de 2016, in <http://imobnewsportugal.blogspot.com.es>

guiar as suas decisões de investimento. Os Investidores têm ainda a possibilidade de acompanhar o projecto *online* para verificar o estado em que se encontra o imóvel.

O *Crowdfunding* criou, para além de maior transparência, um novo nível de acessibilidade no mercado. Estão disponíveis novos tipos de produtos, oferecidos a um conjunto mais amplo de Investidores, sem se fixar um limite elevado no montante mínimo necessário para investir. Para as empresas e promotores imobiliários, o acesso ao capital é feito de uma maneira mais eficiente, podendo estas comercializar os seus negócios a um segmento mais vasto do público.¹⁷

¹⁷ V. NAV ATHWAL, *How Crowdfunding Has Changed Real Estate Investing*, “Forbes”, 12 February 2016, in <http://www.forbes.com>

3. Descrição da Figura e Principais Modalidades

O *Crowdfunding* assenta num modelo de relações negociais com três intervenientes: (i) Beneficiário – (ii) Entidade Gestora – (iii) Investidor.

Neste modelo, (i) o Beneficiário desenvolve o projecto; (ii) o Investidor financia o projecto e (iii) a Entidade Gestora estabelece a relação entre o Beneficiário e o Investidor (actuando como intermediário), promovendo os mecanismos que permitam que os projectos encontrem os Investidores e os Investidores encontrem os projectos.¹⁸

O tipo mais frequente de *Crowdfunding* funciona da seguinte forma:

- (i) O Beneficiário estabelece um objectivo que consiste no prazo e no montante a angariar;
- (ii) Os Investidores são convidados a financiar o projecto;
- (iii) Assim que o objectivo for atingido, os fundos angariados são libertados e entregues ao Beneficiário, deduzidos da comissão devida à Entidade Gestora.

Este modelo é conhecido como o modelo de tudo ou nada (“*all or nothing*”), onde os Investidores apenas se comprometem a financiar o projecto no caso de o objectivo estar cumprido dentro do prazo proposto. Habitualmente, os montantes permanecem numa conta *escrow* junto de um agente (que pode ser a Entidade Gestora ou uma instituição financeira) até serem libertados.

Em alternativa a este tipo de *Crowdfunding* os Beneficiários podem optar por um modelo de tudo para todos (“*all for all*”). Neste caso, o Beneficiário tem direito a receber os fundos independentemente de ser alcançado o objectivo traçado para o projecto.¹⁹ As Entidades Gestoras optam menos por seguir este modelo (em comparação com o modelo “*all or nothing*”) uma vez que este último não oferece as mesmas garantias contra a fraude

¹⁸ V. ESMA, *Investment-based Crowdfunding*, “Opinion”, 18 December 2014, p. 7, in <https://www.esma.europa.eu>

¹⁹ V. BÉNÉDICTE COUFFINHAL, *The use of Crowdfunding as an alternative way to finance small business in France*, 2014, pp. 22 e s.s., in <http://esource.dbs.ie>

e contra o branqueamento de capitais, sendo, por isso, menos atractivo para os Investidores.

Existe ainda o chamado modelo clube (“*club model*”). Neste modelo, as Entidades Gestoras direccionam os projectos apenas para um círculo específico de Investidores tais como os investidores qualificados. Este modelo é comum nos E.U.A. e envolve a imposição de limites mínimos de investimento muito altos.

Por último, existe também a possibilidade de se criar os chamados modelos híbridos. Nestes, o Beneficiário combina modelos de doação, empréstimo e/ou capital. São tipos de *Crowdfunding* inovadores que permitem aos Investidores participar nos lucros, sem seguir um modelo de investimento tradicional.²⁰

Relativamente a todos estes modelos, as formas de *Crowdfunding* de empréstimo e de capital incluem algumas especificidades que de seguida se apresentarão.

3.1 O *Crowdfunding* de Empréstimo

Em *Crowdfunding* de empréstimo, as quantias mutuadas só serão entregues ao Beneficiário quando o montante previsto for atingido. A Entidade Gestora recebe os fundos, guarda-os para serem aplicados no projecto e, posteriormente, reembolsa os Investidores (com ou sem juros). Estamos perante mútuos *quoad constitutionem* (i.e., o negócio apenas produz efeitos com a entrega da coisa mutuada).²¹

Habitualmente, os Investidores licitam os empréstimos propondo as taxas de juro a que estão dispostos a emprestar. Posteriormente, os beneficiários escolhem, de entre as ofertas propostas, aquelas que tiverem a taxa de juro mais baixa. Para cada pedido de empréstimo são efectuadas as verificações necessárias (*due diligence*), uma vez que as Entidades Gestoras têm o dever de proteger os interesses, quer dos Beneficiários, quer dos Investidores.²²

²⁰ V. NCFE, *Equity Crowdfunding: Frequently Asked Questions (FAQs)*, in <http://ncfacanada.org>

²¹ V. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 5.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014, p. 664

²² V. Relatório da Comissão Europeia, *O Financiamento Colaborativo em Pormenor*, 2015, in <http://ec.europa.eu>

No empréstimo típico de *Crowdfunding* são utilizadas cláusulas estandardizadas (cláusulas contratuais gerais) e há uma expectativa de um reembolso monetário sob a forma de juros. Neste caso, os empréstimos podem ou não ser garantidos, dependendo da plataforma de *Crowdfunding* usada.

No entanto, o Beneficiário poderá decidir condicionar o reembolso dos montantes à verificação de uma das seguintes condições: (i) se e quando o projecto começar a gerar receitas ou (ii) se e quando o projecto começar a gerar lucro.²³

Características principais

- (i) Maior flexibilidade relativamente a taxas de juro: no caso de a campanha ser popular, os Investidores competem entre si para emprestar dinheiro ao Beneficiário oferecendo taxas de juro competitivas a fim de garantir o acordo;
- (ii) Os montantes dos empréstimos variam consideravelmente, pelo que têm capacidade para responder à maior parte das necessidades do Beneficiário. O valor mínimo de empréstimo é muito reduzido, o que incentiva à participação de um grande número de investidores;
- (iii) O empréstimo é reembolsado através de débitos directos à plataforma, que distribui os seus reembolsos aos Investidores.²⁴

3.2 O *Crowdfunding* de Capital

O *Crowdfunding* de capital consiste na venda de uma participação no capital da empresa do Beneficiário a um determinado número de Investidores como contrapartida do investimento.²⁵ Neste tipo de *Crowdfunding*, o Beneficiário define um montante máximo a angariar o qual será dividido em partes sociais iguais. Os Investidores comprometem-se a adquirir essas partes sociais que serão distribuídas assim que se atinja o montante máximo.

²³ V. NCFA, *loc. cit.*

²⁴ V. Relatório da Comissão Europeia, *loc. cit.*

²⁵ V. Relatório da Comissão Europeia, *loc. cit.*

Em alguns casos, as Entidades Gestoras (tal como a plataforma electrónica Seedrs²⁶) optam por criar sociedades, por exemplo, *special purpose vehicle* (SPV), destinadas a deter a totalidade das partes sociais a distribuir pelos Investidores. Esta poderá ser uma solução mais cómoda para o Beneficiário, uma vez que, em vez de ser ele a deter inúmeras partes sociais e a distribuí-las pelos Investidores, será uma sociedade autónoma a responsabilizar-se pela execução desta função, o que permite ao Beneficiário reduzir alguns custos de transacção. O Beneficiário terá apenas contacto com um Investidor (o SPV) e não terá de suportar os custos administrativos de ter de lidar com inúmeros acionistas.²⁷

O *Crowdfunding* de capital surgiu como alternativa a modelos tradicionais tais como o capital privado (*private equity*), o capital de risco e os *business angels*. A principal diferença entre o *Crowdfunding* de capital e os modelos usados no passado reside no facto de, em vez de se estabelecer uma relação de “um para um”, existir uma grande variedade de potenciais Investidores, angariados de forma rápida e eficiente através de plataformas *online*.

Características principais

- (i) O Beneficiário fixa as condições principais da oferta (preço, prazo e forma de remuneração dos Investidores);
- (ii) Para obter financiamento o Beneficiário terá de (i) pagar uma taxa em caso de êxito e taxas legais ou administrativas ligadas à emissão das partes sociais e (ii) elaborar um plano de negócios e previsões financeiras para conhecimento dos Investidores;
- (iii) A Entidade Gestora leva geralmente a cabo uma *due diligence* e o Investidor tem a possibilidade de solicitar informações adicionais, pelo que o Beneficiário deverá estar preparado para a disponibilizar tais informações ainda que tenha de incorrer em custos adicionais;

²⁶ V. <http://www.seedrs.com>

²⁷ V. ALMA PEKMEZOVIC AND GORDON WALKER, *loc. cit.*, p. 364

- (iv) O Beneficiário terá de cumprir com determinadas obrigações específicas do Direito das Sociedades tais como a realização de assembleias gerais anuais com os acionistas ou a elaboração de relatórios e contas.²⁸

²⁸ V. Relatório da Comissão Europeia, *loc. cit.*

4. Enquadramento Legal

O RJFC, nascido de uma iniciativa legislativa do Partido Socialista (Projecto de Lei n.º 419/XII, de 30 de Abril de 2013), surgiu como forma de dar resposta ao problema do financiamento identificado no universo das PME e das *Start-ups*, o qual também se fez sentir em Portugal.²⁹

Perante a quebra registada no crédito concedido às PME³⁰ e a dificuldade cada vez maior em prestar garantias reais ou suportar juros elevados, o *Crowdfunding* surgiu como uma solução alternativa de obter financiamento, económica e financeiramente mais viável.

A figura, embora sem enquadramento legal à data, já existia na prática em Portugal em diversos ramos, entre os quais se destaca o ramo musical. Com o intuito de promover o financiamento de trabalhos musicais de artistas portugueses, nasceram em Portugal plataformas de *Crowdfunding* como o “Massivemov”³¹ e o “PPL – Crowdfunding Portugal”³².

Contudo, a figura do *Crowdfunding* existia apenas nas modalidades de venda antecipada de produto e de doação, pelo que, foi propósito do legislador (i) regulamentar as figuras já existentes e (ii) introduzir na ordem jurídica portuguesa as modalidades de capital e de empréstimo, que são aquelas que permitem um crescimento mais acelerado do sector e, conseqüentemente, uma maior dinamização do empreendedorismo e do desenvolvimento social.

²⁹ V. ponto número 2 antecedente.

³⁰ Segundo dados fornecidos pelo Banco de Portugal, registava-se, em 2012, uma quebra média mensal de 8,3% V. Exposição de Motivos do Projecto Lei n.º 419/XII apresentado pelo Grupo Parlamentar Partido Socialista em 23 de Maio de 2013, in <https://www.parlamento.pt>

³¹ V. <http://www.massivemov.com>

³² V. <http://ppl.com.pt/pt>

³³ V. Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas no âmbito da consulta realizada na Assembleia da República, datado de 26 de Junho de 2016, in <https://www.parlamento.pt>

Segundo dados fornecidos pelo *site Crowdsourcing.org*, estima-se que, no ano anterior ao da iniciativa legislativa, tenham sido movimentados cerca de 2,8 mil milhões de dólares à escala planetária apenas através de plataformas de *Crowdfunding*.³⁴

Michel Barnier, Comissário Europeu responsável pelo Mercado Interno e Serviços, declarou, durante o *workshop* realizado na Comissão Europeia no dia 6 de Junho de 2013 relativo ao *Crowdfunding*, o seguinte: “*no quadro desta reflexão geral com vista a dotar a Europa de fontes de financiamento mais diversificadas, mais duráveis e mais adaptadas à economia real e às problemáticas sociais, não podemos hesitar perante a questão do crowdfunding, tem potencial para se tornar num importante vetor de um novo modelo de crescimento num momento em que os bancos permanecem reticentes a atribuir crédito, o crowdfunding permite financiar projetos excluídos dos circuitos clássicos de financiamento*”.³⁵

Neste contexto, a Assembleia da República decidiu avançar com a aprovação do diploma, tendo como principal objectivo a regulamentação, na ordem jurídica portuguesa, da figura do *Crowdfunding*, por forma a conferir maior segurança às transacções realizadas neste contexto e dotar o sistema de maior fiabilidade e credibilidade para todos os intervenientes.³⁶

De seguida, proceder-se-á à análise da legislação portuguesa recentemente publicada referente ao *Crowdfunding*.

4.1 O RJFC

O RJFC tem por objecto a definição do regime jurídico aplicável ao *Crowdfunding* na ordem jurídica portuguesa.

O diploma em causa incide, essencialmente, sobre os seguintes temas: (i) modalidades de *Crowdfunding*; (ii) intervenientes que compõem a actividade (Entidades Gestoras, Beneficiários e Investidores) – titularidade, direitos e deveres; (iii) regime

³⁴ V. <http://reports.crowdsourcing.org>

³⁵ V. Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas, *loc. cit.*

³⁶ V. Exposição de Motivos do Projecto de Lei n.º 419/XII, *loc. cit.*

contratual de acesso à actividade; (iv) supervisão da actividade e condições do financiamento e (v) regime sancionatório aplicável.

4.1.1 As Modalidades de *Crowdfunding*

O legislador português definiu o *Crowdfunding* no artigo 2.º como: “... 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.”

Tendo esta noção por base, o legislador optou por consagrar, na ordem jurídica portuguesa, os seguintes tipos de *Crowdfunding*:

- (i) Donativo: o Beneficiário recebe um donativo com ou sem entrega de uma contrapartida não pecuniária;
- (ii) Recompensa: o Beneficiário obriga-se a prestar um serviço ou um produto como contrapartida do financiamento obtido;
- (iii) Capital: o Beneficiário remunera o financiamento obtido através de uma participação no capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros; e
- (iv) Empréstimo: o Beneficiário remunera o financiamento através do pagamento de juros fixados no momento da angariação.

Deste modo, embora o legislador não tenha previsto expressamente as modalidades atrás enumeradas e que geralmente são autonomizadas de patrocínio e de pré-venda, pode argumentar-se que as mesmas mais não são do que formas abrangidas pelos tipos acima mencionados.

4.1.2 Os Intervenientes

Tal como referido anteriormente, o *Crowdfunding* assenta numa relação tripartida composta por Beneficiário – Entidade Gestora – Investidor. Esta relação tripartida está presente no RJFC, neste caso, com as características adiante explicadas.

As Entidades Gestoras

De acordo com o artigo 4.º do RJFC, as modalidades de *Crowdfunding* acima referidas serão promovidas por plataformas electrónicas das quais poderão ser titulares quaisquer pessoas colectivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada.

As Entidades Gestoras, para além da obrigação principal de angariar parcelas de investimento provenientes de um ou vários Investidores, deverão ainda assegurar (i) o acesso à informação relativa aos produtos colocados no respectivo *site* ou portal da *internet*; (ii) a confidencialidade da informação recebida quer dos Investidores quer dos Beneficiários; e (iii) o cumprimento das normas do RJFC e da regulamentação relativa à prevenção de conflito de interesses.³⁷

Nos termos do artigo 5.º do RJFC, as Entidades Gestoras não podem, sob pena de violação da obrigação de prevenção de conflitos de interesses: (i) fornecer aconselhamentos ou recomendações quanto aos investimentos a realizar; (ii) compensar os seus dirigentes ou trabalhadores pela oferta ou volume de vendas de produtos disponibilizados; (iii) permitir que os seus corpos dirigentes e trabalhadores tenham interesses financeiros nas ofertas disponibilizadas; e (iv) gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários.

Ao abrigo do RJFC, as Entidades Gestoras estão, deste modo, vinculadas a inúmeros deveres que se prendem com a prevenção de conflitos de interesse. O artigo 11.º do RJFC estatui expressamente que as Entidades Gestoras devem organizar-se por forma a identificar e evitar possíveis situações de conflitos de interesses, não podendo, deste modo, possuir interesses que sejam contrapostos aos interesses dos Beneficiários.

³⁷ V. SOFIA THIBAUT TROCADO, *O Regime jurídico da Financiamento Colaborativo – “Crowdfunding” A Propósito da Publicação da Lei n.º 102/2015, de 24 de Agosto*, “Update Momentum, Financeiro e Governance”, 1 de Setembro de 2015, in <http://www.servulo.com>

Relativamente à modalidade de empréstimo ou capital, as Entidades Gestoras, dada a natureza do financiamento, estão sujeitas a deveres mais estritos, em especial, no que toca a medidas anti-fraude. Estas entidades devem, em conformidade com os artigos 16.º e 21.º do RJFC, (i) adoptar medidas adequadas à prevenção de situações de fraude e (ii) respeitar obrigações de prestação de informação mais severas (as quais se encontram previstas no Regulamento), estando ainda obrigadas a (iii) adoptar uma política interna em matéria de conflitos de interesses.

Os Beneficiários

Segundo o RJFC, os Beneficiários do investimento poderão ser quaisquer pessoas colectivas ou singulares, nacionais ou estrangeiras, interessadas na angariação de fundos para o seu projecto através de uma plataforma de *Crowdfunding*.

Para este efeito, e de acordo com o artigo 7.º daquele diploma, os Beneficiários deverão disponibilizar às Entidades Gestoras os seguintes dados a serem revelados aos potenciais investidores: (i) identificação do Beneficiário; (ii) natureza jurídica; (iii) contactos; (iv) sede ou domicílio; bem como (v) identidade dos titulares de órgãos de gestão, se aplicável.

Já segundo o artigo 17.º do RJFC, os Beneficiários do financiamento de capital ou por empréstimo, para além das obrigações acima referidas, estão ainda obrigados a disponibilizar toda a informação financeira relevante sobre (i) a entidade beneficiária; (ii) o cumprimento das respectivas obrigações fiscais e contributivas; e (iii) a respectiva estrutura de capital. Os Beneficiários do financiamento de capital ou por empréstimo devem disponibilizar, igualmente, informação sobre os projectos a financiar, incluindo os riscos envolvidos, bem como disponibilizar, à CMVM e às Entidades Gestoras, os respectivos relatórios de actividade.

Os Investidores

Os Investidores são pessoas singulares ou colectivas que disponibilizam os montantes com vista a financiar o projecto do Beneficiário. No entanto, o RJFC não faz referência específica à figura do Investidor, a qual só se encontra prevista no Regulamento.

4.1.3 O Regime Contratual

A relação estabelecida entre os vários intervenientes que integram a actividade de *Crowdfunding* apresenta natureza contratual. Na verdade, dela emergem direitos e deveres para cada uma das partes, os quais dependem, obviamente, do tipo de modalidade de *Crowdfunding* que estiver em causa.

O legislador, certamente para garantir confiança e certeza a este mercado inovador mas recente, impõe a forma escrita às manifestações de vontade dos intervenientes. Como tal, prevê o artigo 6.º do RJFC que a adesão de um Beneficiário a uma plataforma deve revestir a forma de contrato reduzido a escrito, o qual também deve ser disponibilizado de forma desmaterializada através da plataforma e de onde devem constar os seguintes elementos essenciais: (i) identificação das partes; (ii) modalidades de financiamento colaborativo a utilizar; (iii) identificação do projecto ou actividade a financiar; (iv) o montante e prazo de angariação; bem como (v) os instrumentos financeiros a utilizar para proceder à angariação.

A omissão de algum destes elementos essenciais confere, a ambas as partes, o direito de resolver o contrato celebrado. Contudo, e de acordo com o n.º 2 do artigo 6.º do RJFC, a parte que, na sequência da resolução, dê origem à cessação da relação contratual estabelecida com terceiros investidores de boa-fé, será responsável perante os mesmos.

Nos termos do artigo 10.º do diploma, os contratos celebrados entre Investidores e Beneficiários deverão reger-se pelos tipos contratuais celebrados com recurso à plataforma, nomeadamente (i) doação; (ii) compra e venda; (iii) prestação de serviços; (iv) emissão e transacção de valores mobiliários; e (v) mútuo. Assim, à relação jurídica subjacente será aplicável o direito correspondente à modalidade e ao tipo contratual escolhido pelas partes (incluindo, quando aplicável, regras de protecção da propriedade intelectual), bem como as regras especiais previstas no RJFC, nomeadamente no artigo 9.º.

De acordo com esta norma, e atendendo a que os Beneficiários estão obrigados a definir um prazo para angariação dos montantes a financiar³⁸, caso este prazo não seja

³⁸ V. artigos 6.º, 14.º e 19.º do RJFC

respeitado, os negócios jurídicos entretanto celebrados serão considerados ineficazes e os Beneficiários deverão proceder à devolução das quantias recebidas.

Esta consequência apenas não terá lugar caso a oferta preveja expressamente a possibilidade de alteração dos montantes e dos prazos e o Beneficiário tenha comunicado inicialmente este facto aos Investidores (*i.e.*, em casos de alteração superveniente das condições de subscrição). Neste caso, as Entidade Gestoras deverão comunicar aos Investidores o novo prazo de subscrição e/ou o novo montante a angariar.

Segundo o mesmo artigo 9.º, nestas hipóteses, apenas é permitida uma prorrogação de prazo ou uma alteração de montante por cada oferta. Em todo o caso, deverá ser sempre fixado um prazo para o cancelamento das subscrições já efectuadas. O legislador concede aos Investidores uma espécie de “direito de arrependimento” em face da apresentação das novas condições.

A norma contida nestes artigos pode suscitar a questão de saber se a consequência da ineficácia se aplica, não só às situações em que o prazo não é respeitado, mas também aos casos em que o montante não é observado. Apenas serão relevantes os casos em que o montante angariado seja superior ao montante previsto e não o oposto (montante angariado menor do que o previsto), circunstância que seria análoga ao desrespeito pelo prazo proposto. Recorrendo a uma interpretação sistemática, e atenta a norma do artigo 16.º n.º 2 alínea g) do Regulamento, a qual prevê a obrigação de o Beneficiário informar os Investidores do “...mecanismo de restituição dos montantes investidos caso se verifique uma angariação superior aos montantes previstos...” dir-se-á que o legislador quis cominar igualmente com a consequência da ineficácia os casos em que o montante angariado ultrapasse o montante proposto. No entanto, esta consequência seria aplicável apenas ao *Crowdfunding* de capital ou empréstimo. Justificar-se-ia, por exemplo, nos casos em que existisse investimento numa participação social, no pressuposto de que esta equivaleria a 1/10 do capital e, no entanto, o Beneficiário decide estender o número de ofertas, diminuindo deste modo o peso da referida participação social.

Afigura-se, no entanto, que, atenta a *ratio* da norma, o regime da ineficácia é inadequado para os casos em que o montante angariado ultrapasse a quantia proposta para as situações de *Crowdfunding* de doação ou recompensa. Com a norma contida no artigo

9.º do RJFC, o legislador visa mitigar o risco do investimento, garantindo que este apenas se realiza se ocorrer a condição de o montante global proposto estar reunido. Em última análise, o montante global que permite que o projecto se concretize. Deste modo, caso seja reunido um montante superior ao proposto, parece certo que a *ratio* da norma não será questionada. Quando muito, o Beneficiário poderá ser visto como havendo incumprido as obrigações de informação, com a correspondente sanção. Saliente-se, todavia, que a oferta estará sempre limitada ao montante máximo previsto no RJFC.

4.1.4 A Supervisão da Actividade e as Condições do Financiamento

a) O *Crowdfunding* de Doação ou Recompensa

Nos termos do artigo 12.º, as plataformas de *Crowdfunding* de donativo ou recompensa devem comunicar previamente o início da respectiva actividade à Direcção Geral do Consumidor, nos termos definidos pela Portaria n.º 344/2015 de 12 de Outubro³⁹. A Portaria em causa estabelece (i) a obrigação de registo na Direcção Geral do Consumidor das plataformas de *Crowdfunding* e (ii) um procedimento de comunicação prévia segundo o qual as Entidades Gestoras deverão comunicar à Direcção Geral do Consumidor, através do preenchimento do formulário anexo à portaria, entre outros, os seguintes elementos: (i) indicação dos titulares das plataformas; (ii) identificação dos corpos sociais; (iii) identificação dos titulares das partes sociais, ou no caso das sociedades anónimas de capital aberto, a identificação do acionista maioritário; (iv) endereço de *internet* onde se encontra alojada a plataforma; (v) identificação da modalidade de *Crowdfunding*; e (vi) data de início da actividade.

Prevê-se ainda a obrigação de as Entidades Gestoras disponibilizarem o código da certidão permanente e uma declaração sob compromisso de honra da inexistência de conflitos de interesses.

Apesar de, tanto a redacção do artigo 12.º como o texto da Portaria preverem que a obrigação de registo e de comunicação prévia impendem sobre as “plataformas de financiamento colaborativo”, parece certo que, à semelhança do previsto no Regulamento, esta obrigação impende sobre as Entidade Gestoras e não sobre as plataformas em si, uma

³⁹ Sempre que de ora em diante se mencionar a Portaria, estar-se-á a citar a Portaria n.º 344/2015.

vez que apenas as primeiras são dotadas de personalidade jurídica e, em tal medida, da possibilidade de serem titulares de direitos e deveres.

Relativamente às ofertas disponibilizadas através deste modelo de *Crowdfunding*, o RJFC prevê a existência de um limite máximo de angariação o qual não pode exceder dez vezes o valor global da actividade a financiar. Cada oferta deve respeitar as obrigações de informação específicas previstas no artigo 14.º daquele diploma, nomeadamente (i) a descrição da actividade ou produto; (ii) os fins do financiamento; (iii) o montante e o prazo de angariação; e (iv) o preço de cada unidade de subscrição. O RJFC prevê ainda a regra “1 oferta, 1 plataforma”, *i.e.*, cada oferta apenas pode ser disponibilizada numa plataforma.

b) O *Crowdfunding* de Capital ou Empréstimo

Nos termos do artigo 15.º do RJFC, a CMVM desempenha a função de regulação e de supervisão da actividade de intermediação de *Crowdfunding* na modalidade de capital ou empréstimo. As Entidades Gestoras deverão ser objecto de registo prévio junto da CMVM, a qual deverá (i) garantir o controlo dos requisitos para exercício da actividade, bem como (ii) assegurar o controlo da idoneidade da gestão das Entidades Gestoras.

Contudo, e tal como previsto no artigo 10.º n.º 3, tal competência não prejudica o exercício da supervisão própria do Banco de Portugal e de outros reguladores sempre que a actividade desenvolvida pelas partes for objecto dos regimes jurídicos de supervisão e regulação respectivos (*i.e.*, nos casos de empréstimos não titularizados).

Relativamente às ofertas disponibilizadas através deste modelo de *Crowdfunding*, o RJFC prevê a existência de um limite máximo de angariação o qual se encontra previsto no Regulamento. À semelhança do *Crowdfunding* de doação e recompensa, cada oferta deve respeitar as obrigações de informação específicas previstas no artigo 19.º nomeadamente (i) a descrição da actividade ou produto; (ii) os fins do financiamento; (iii) o montante e o prazo de angariação; e (iv) o preço de cada unidade de subscrição. O referido artigo 19.º prevê igualmente a regra “uma oferta, uma plataforma”. Isto é, cada oferta apenas pode ser disponibilizada numa plataforma.

O RJFC consagra, no artigo 20.º, limites ao investimento a realizar por parte dos investidores de *Crowdfunding* de capital ou empréstimo. Nestes termos, o diploma prevê

que o Regulamento deve fixar (i) um limite máximo anual por investidor em relação a cada oferta e (ii) um limite máximo global anual, por investidor, em relação ao total de ofertas subscritas.

4.1.5 O Regime Sancionatório Aplicável

Relativamente às normas sancionatórias aplicáveis em caso de violação do disposto no RJFC, este prevê que as mesmas deverão ser reguladas em diploma próprio. Até à data não foi publicado qualquer legislação referente à matéria.

O RJFC entrou em vigor a 1 de Outubro de 2016. No entanto, e de acordo com o artigo 25.º, a entrada em vigor das disposições relativas ao *Crowdfunding* de capital ou empréstimo só ocorrerá a partir da data do início da vigência do Regulamento. Esta última corresponde à data da entrada em vigor do regime sancionatório aplicável à violação do RJFC, nos termos do artigo 21.º do Regulamento.

Merece nota ainda, a cláusula de salvaguarda das situações constituídas prevista no artigo 24.º do RJFC. Relativamente às situações jurídicas validamente constituídas anteriores à vigência do RJFC, o legislador adoptou como solução a regra geral de aplicação da lei no tempo, ou seja, a lei aplica-se apenas para o futuro, não operando retroactivamente.⁴⁰ Deste modo, a entrada em vigor do RJFC não prejudica as anteriores plataformas de *Crowdfunding* validamente constituídas.

4.2 O Regulamento

Conforme previsto no RJFC, a CMVM emitiu, no dia 5 de Maio de 2016, o Regulamento que incide, exclusivamente, sobre a modalidade de *Crowdfunding* de capital e de empréstimo.

Nos termos do artigo 1.º, o Regulamento tem por objecto as seguintes matérias: (i) acesso à actividade, registo das Entidades Gestoras e causas de indeferimento; (ii) deveres das Entidades Gestoras; (iii) obrigações de informação dos Beneficiários; (iv) limites máximos de angariação e de investimento; (v) relações com prestadores de serviços de pagamento; e (vi) deveres de prevenção de conflitos de interesses.

⁴⁰ V. artigo 12.º n.º1 do Código Civil

Seguidamente serão sumariamente examinados os regimes acima estatuídos.

4.2.1 O Acesso à Actividade

Qualquer Entidade Gestora que pretenda promover a actividade de *Crowdfunding* de capital ou empréstimo deverá registar-se previamente na CMVM. Tal obrigação decorre quer do RJFC quer do Regulamento. Como tal, a Entidade Gestora interessada neste registo deverá requerê-lo junto da CMVM e instruí-lo com a informação constante do artigo 4.º do Regulamento. De entre a informação exigida para a instrução do registo, salienta-se a seguinte: (i) identificação do requerente, incluindo identificação dos titulares do capital da Entidade Gestora e identificação do “*ultimate beneficial owner*”; (ii) identificação dos membros do órgão de administração; (iii) descrição do modelo de negócio; (iv) relatório de gestão e contas; e (v) indicação sobre se a Entidade Gestora reveste a natureza de intermediário financeiro ou de agente vinculado de intermediário financeiro. Esta informação terá especial relevância em matéria de deveres das Entidades Gestoras⁴¹.

Para que uma Entidade Gestora possa promover o registo acima referido, deverá preencher, no momento da respectiva instrução, pelo menos um dos requisitos estabelecidos no artigo 2.º do Regulamento. Nestes termos, uma Entidade Gestora deve possuir, pelo menos: a) capital social inicial mínimo de € 50.000,00, realizado à data da constituição da sociedade; b) seguro de responsabilidade civil (ou garantia equivalente) que represente no mínimo uma cobertura de € 1.000,00 por sinistro e globalmente € 1.500,00 por sinistros ocorridos num ano; ou c) combinação do previsto nas alíneas anteriores desde que esteja assegurado um grau de protecção idêntico ao conferido pelas referidas alíneas. Deste modo, caso a CMVM entenda que a entidade gestora não respeita nenhum dos referidos requisitos o registo da actividade não será promovido (artigo 5.º).

A CMVM pode recusar o registo requerido com base nos fundamentos indicados no artigo 5.º do Regulamento. De acordo com esta norma, o registo poderá ser recusado com fundamento, entre outros, na insuficiência dos documentos apresentados, na falta de

⁴¹ V. Processo de Consulta Pública da CMVM n.º 7/2015, p. 4, in <http://www.cmvm.pt>

idoneidade dos membros do órgão de administração ou na falta de meios humanos, técnicos, materiais ou mesmo financeiros.

Caso não se verifique nenhum fundamento para a recusa do registo e os requisitos previstos no artigo 2.º se encontrem respeitados, a CMVM concederá o registo prévio no prazo máximo de 30 dias contados da data de entrada do requerimento previsto no artigo 4.º.

A partir da data de aprovação do registo este caducará caso (i) a Entidade Gestora não inicie a sua actividade no prazo máximo de 12 meses contados da data de aprovação do registo ou (ii) a Entidade Gestora se dissolva.

O Regulamento prevê ainda a figura do cancelamento do registo. Este instituto está reservado para os casos em que (i) o registo tenha sido obtido mediante falsas declarações; (ii) a Entidade Gestora tenha ficado insolvente; (iii) a actividade exercida pela Entidade Gestora não corresponda ao objecto social; (iv) deixe de se verificar algum dos requisitos patrimoniais de acesso à actividade; ou (v) se verifiquem irregularidades graves na organização interna e violação dos deveres de conduta.

No caso de ocorrer qualquer uma destas desconformidades com o Regulamento e de estas poderem ser sanadas em prazo razoável, o Regulamento permite, em alternativa, que a CMVM aplique o regime da suspensão do registo pelo tempo que considere razoável à sanção da respectiva irregularidade.

Tal como acima mencionado, a falta de idoneidade é uma causa legítima de concessão do registo por parte da CMVM. Cabe a esta, nos termos do Regulamento, avaliar a idoneidade dos membros dos órgãos de administração ou de gestão das Entidades Gestoras através do preenchimento de um formulário devidamente aprovado pela CMVM de onde devem constar os elementos referidos no artigo 9.º do Regulamento. Esta obrigação aplica-se igualmente aos titulares ou pessoas singulares que em última instância exercem o domínio das entidades gestoras ou que nelas detenham uma participação qualificada (“*the ultimate beneficial owner*”). Para efeitos do Regulamento, considera-se participação qualificada aquela que represente percentagem não inferior a 10% do capital

ou dos direitos de voto da Entidade Gestora⁴² ou que, com outro fundamento, possibilite uma influência significativa na gestão da referida Entidade Gestora. O legislador excluiu ainda do cômputo das participações qualificadas, certos casos (referidos no n.º 5 do artigo 5.º) em que a titularidade dos direitos de voto não envolva intervenção na gestão da sociedade.

Merece ainda nota a solução consagrada pelo legislador para os casos em que a actividade de intermediação financeira é exercida com recurso a plataformas de *Crowdfunding*. Nestes casos, a regra é a de que apenas entidades legalmente habilitadas para o efeito podem praticar actos e desenvolver actividades de intermediação financeira, tal como estabelecido no artigo 289.º do CVM. Deste modo, e de acordo com o artigo 15.º do Regulamento, uma Entidade Gestora que exerça actividades de intermediação financeira terá que ser intermediário financeiro para os efeitos do artigo 293.º do CVM e deverá actuar no estrito cumprimento das normas legais e regulamentares que regem a respectiva actividade.

Nos termos do RJFC, a descrição do modelo de negócio deverá evidenciar, em particular, e de forma clara, se há, ou não, lugar ao desenvolvimento de qualquer actividade reservada, em particular, à receção, transmissão e/ou execução de ordens dos Investidores de financiamento colaborativo por entidade que esteja, nos termos da lei, habilitada a desenvolver tais actividades.⁴³

4.2.2 Os Deveres das Entidades Gestoras

Em matéria de organização interna e de normas de conduta, as Entidades Gestoras devem adoptar procedimentos escritos de onde decorram a assunção de políticas adequadas e eficazes que regulem os aspectos necessários à natureza desta actividade de captação de aforro do público. ⁴⁴Deste modo, as Entidades Gestoras devem adoptar políticas de (i) gestão sã e prudente da actividade e (ii) prevenção de conflitos de interesses.

⁴² Para este efeito *vide* artigos 20.º, 20.º-A e 21.º do Código dos Valores Mobiliários.

⁴³ *V.* Processo de Consulta Pública da CMVM, *loc. cit.*, p. 5

⁴⁴ *V.* Processo de Consulta Pública da CMVM, *loc. cit.*, p. 5

As medidas de gestão sã e prudente devem incidir, entre outros temas, sobre (i) o controlo interno inerente à actividade; (ii) a garantia do cumprimento das obrigações de prestação de informação aos Investidores; (iii) a prevenção de fraude e branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo; e (iv) o tratamento de reclamações de Investidores e de Beneficiários. Estas políticas devem estar disponíveis para consulta na plataforma electrónica de *Crowdfunding*.

Igualmente disponível para consulta na plataforma deve estar a política de prevenção de conflitos de interesses. Nos termos do artigo 11.º do Regulamento, as Entidades Gestoras devem elaborar as medidas necessárias com vista a identificar, evitar ou reduzir o risco de ocorrência de conflito de interesses. Estas medidas, que mais não são do que verdadeiras regras habitualmente designadas como regras de *compliance*, visam assegurar que as Entidades Gestoras não participam das ofertas disponibilizadas nas plataformas por estas geridas. Deste modo, o Regulamento pretende dar cumprimento ao disposto na sua norma “gémea”, o artigo 11.º do RJFC, nos termos da qual as Entidades Gestoras estão impedidas de intervir directamente na actividade de *Crowdfunding* bem como de possuir interesses contrapostos aos Beneficiários ou Investidores. Caso se verifique uma situação de conflitos de interesse, as Entidades Gestoras devem assegurar que aos Investidores e aos Beneficiários é dado um tratamento transparente e equitativo. Para este efeito, o legislador pretendeu conceder às próprias Entidades Gestoras o “controlo” deste tipo de situações e a liberdade para criar as medidas internas adequadas à sua prevenção.

De acordo com o Regulamento, pretende-se que a decisão de investimento seja uma decisão esclarecida. Para tal, as Entidades Gestoras devem disponibilizar toda a informação relevante, a qual inclui, entre outras:

- (i) Informação sobre o registo prévio na CMVM;
- (ii) Informação prévia constante do IFIC;
- (iii) Informação sobre ofertas em curso incluindo: Beneficiário, modalidade de *Crowdfunding*, prazo, taxa de remuneração, montante total da oferta, percentagem do montante angariado, notações de risco e garantias prestadas;

- (iv) Informação histórica sobre os projectos financiados, incluindo: número de projectos e respectivos montantes, situação em que se encontram (não vencido | reembolsado dentro do prazo | não reembolsado dentro do prazo), taxa média de rendibilidade e prazo médio de financiamento;
- (v) Precário; e
- (vi) Procedimentos a adoptar em caso de insolvência ou cessação da actividade da entidade gestora (artigo 13.º).

Estas regras de *disclosure* da informação são mais apertadas para os casos de *Crowdfunding* de capital que não corresponda à aquisição de uma parte social (*i.e.*, partilha de lucros ou distribuição de dividendos) ou *Crowdfunding* de empréstimo ainda não reembolsado. Aqui, atentas as especificidades inerentes a estes tipos de *Crowdfunding* exige-se a divulgação de informação contínua que permita acompanhar o desenvolvimento da actividade ou do produto financiado, bem como o estado do respectivo plano de actividades, incluindo qualquer alteração material susceptível de produzir impacto na restituição ou rendibilidade estimada dos montantes investidos.⁴⁵ O Regulamento prevê um prazo máximo de 15 dias para a actualização das referidas informações.

4.2.3 Os Deveres de Informação dos Beneficiários

Para que as Entidades Gestoras cumpram as obrigações de informação referidas no número anterior será necessário, nos termos do artigo 14.º, que os Beneficiários disponibilizem a estas últimas todas as informações necessárias. Neste sentido, o legislador previu a existência de um documento que contém as informações fundamentais destinadas aos investidores (“IFIC”), similar ao actualmente exigido para a maioria dos fundos de investimento também conhecido como “IFI”.⁴⁶

Este documento deve ser disponibilizado pelos Beneficiários às Entidades Gestoras, as quais, por sua vez, devem disponibilizar o referido documento aos Investidores previamente à aceitação de qualquer oferta. O IFIC deve ser redigido em língua

⁴⁵ V. Processo de Consulta Pública da CMVM, *loc. cit.*, p. 6

⁴⁶ V. LUÍS ROQUETTE GERALDES E JOÃO LIMA DA SILVA, *Equity & Loan Crowdfunding*, “Team Genesis Review”, Junho 2016, in <http://www.mlgs.pt>

portuguesa, com linguagem compreensível ao investidor médio, e deve conter todas as informações necessárias por forma a que o Investidor tome uma decisão de investimento esclarecida (não parece haver impedimento a que possa ser disponibilizada, também, uma versão inglesa do IFIC).

O legislador pretende que este documento seja suficiente para fundamentar a tomada de decisão do Investidor sem que este haja de consultar quaisquer outros documentos. De entre as informações que deverão constar do IFIFC salientamos as seguintes:

- (i) Identificação do Beneficiário;
- (ii) Balanço e relatório e contas do ano anterior;
- (iii) Características essenciais da actividade ou produto, natureza e riscos inerentes;
- (iv) Prazo para revogação da aceitação da oferta;
- (v) Mecanismo de transferência e restituição de montantes;
- (vi) Advertência relativamente a: risco de perda total ou parcial, risco de liquidez, investimento não coberto pelo Sistema de Indemnização de Investidores, investimento não garantido pelo Fundo de garantia de Depósitos; e
- (vii) Regime fiscal aplicável.

4.2.4 Limites Máximos de Investimento e de Angariação

Da análise ao Regulamento resulta que existem quatro categorias de Investidores: (i) pessoas singulares com rendimento anual inferior a € 70.000,00; (ii) pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a € 70.000,000; (iii) pessoas colectivas e (iv) investidores qualificados nos termos das alíneas a) a k) do artigo 30.º do CVM.

O investimento realizado pelos Investidores acima referidos está sujeito a determinados limites, previstos no artigo 12.º do Regulamento, aplicáveis consoante o tipo

de Investidor em causa. Nestes termos, os Investidores referidos em (i) não podem ultrapassar:

- (i) € 3.000,00 por oferta; ou
- (ii) € 10.000,00 no total dos investimentos realizados através de plataformas de *Crowdfunding* no período de 12 meses (o Investidor deve fazer menção deste valor no IFIC, em campo especialmente destinado para os Investidores).

Os Investidores referidos em (ii), (iii) e (iv) não estão abrangidos pelos referidos limites. Todavia, estes Investidores terão que fazer prova, através do IFIC (em campo especialmente destinado para Investidores), de que preenchem os requisitos relevantes para que os referidos limites não sejam aplicáveis.

Relativamente às ofertas disponibilizadas, o Regulamento prevê como limite máximo de angariação o valor de € 1.000.000,00 por oferta “não podendo uma actividade ou produto ultrapassar o limite de angariação no período de 12 meses, podendo tal limite ser alcançado através de uma única oferta ou do cômputo global de mais ofertas a ter lugar na U.E”. Apesar de a redacção da norma do artigo 19.º do Regulamento não ser muito clara, parece que, da interpretação da mesma, se pode retirar o seguinte:

- (i) O limite máximo de angariação é de € 1.000.000,00;
- (ii) Cada projecto de *Crowdfunding* não poderá ultrapassar este limite no período de 1 ano (12 meses);
- (iii) Para efeitos de cálculo do limite angariado é suficiente uma única oferta (*i.e.* no valor de € 1.000.000,00) ou a soma de todas as ofertas a ter lugar na U.E.;
- (iv) Ofertas a ter lugar na U.E. serão, a nosso ver, ofertas disponibilizadas em plataformas eletrónicas cujo servidor se encontre sediado num país da U.E..

Os Investidores referidos em (ii), (iii) e (iv) estão sujeitos a um limite máximo de € 5.000.000,00 aplicável nas condições acima referidas.

Por fim, deve sublinhar-se ainda os seguintes pontos:

- (i) É obrigatória a intervenção de entidade autorizada à prestação de serviços de pagamento para efeitos de realização do investimento em *Crowdfunding* de capital ou empréstimo (artigo 20.º) por forma a dar cumprimento à norma do artigo 21.º n.º 3 do RJFC (as Entidades Gestoras não podem deter fundos ou instrumentos financeiros dos clientes);
- (ii) O Regulamento apenas entrará em vigor aquando a entrada em vigor do regime sancionatório aplicável.

4.3 Análise do Regime

Até ao ano de 2015 o *Crowdfunding* era uma actividade não regulada em Portugal. O quadro normativo construído visa actuar directamente no mercado de capitais e tem o potencial de colmatar algumas falhas de mercado e de contribuir para o acesso ao mercado de capitais de alguns investidores e empreendedores.⁴⁷

A principal inovação do *Crowdfunding* prende-se com o facto de a captação de investimento se realizar junto de redes sociais através da *internet*, existindo, por norma, uma plataforma electrónica onde se promovem os projectos. A plataforma electrónica é o principal centro da actividade em que se traduz esta nova forma de financiamento. É através dela que o Beneficiário apresenta o seu plano de negócios e publica o pedido de financiamento e é nela que se processa a gestão da angariação de financiamento, onde se indica a forma de remuneração do capital e onde se divulga o grau de subscrição e o prazo para angariação dos montantes. As Entidades Gestoras das plataformas são habitualmente remuneradas com uma “comissão de acesso ao serviço” paga pelo Beneficiário e/ou por uma comissão sobre o valor angariado.

As principais entidades afectadas com a legislação são as Entidades Gestoras as quais se encontram agora sujeitas a um regime que prevê um leque variado de deveres os quais acarretam, conseqüentemente, elevados custos de *compliance*. No entanto, a intervenção da CMVM como entidade reguladora da actividade permite que se assegure:

⁴⁷ V. Nota Justificativa elaborada no âmbito da Consulta Pública da CMVM n.º 7/2015, p. 7, in <http://www.cmvm.pt>

- (i) A supervisão dos mercados financeiros e a protecção dos Investidores;
- (ii) A estabilidade dos mercados financeiros e a prevenção do risco sistémico; e
- (iii) O desenvolvimento dos mercados financeiros.

Independentemente da legislação produzida sobre a matéria, a verdade é que as iniciativas de *Crowdfunding* nacionais ainda se encontram, à data, numa fase embrionária. Na opinião de Ana Sá Couto, “*A regulação pode ser vista, num primeiro momento como um agravamento desnecessário dos custos para beneficiários e plataformas, mas no médio e no longo prazo, todos beneficiarão do aumento da transparência que acarreta.*”⁴⁸ Em igual sentido sugere a CMVM que “*são expectáveis benefícios para as plataformas, beneficiários e investidores do financiamento colaborativo por empréstimo e capital, suscetíveis de superar os custos de compliance identificados.*”

Vantagens do *Crowdfunding*

A principal vantagem do *Crowdfunding* face aos meios de financiamento tradicionais é a de permitir a obtenção de fundos de uma forma simples e eficiente.⁴⁹ Contudo, o *Crowdfunding* exige alguns custos de *compliance* destinados a (i) conferir segurança ao mecanismo de financiamento e (ii) manter os diversos agentes do mercado protegidos contra eventuais riscos da actividade. O regulador deverá, para que este modelo se torne atractivo, encontrar um equilíbrio entre (i) o controlo da idoneidade das Entidades Gestoras e (ii) os custos de *compliance* associados à actividade. No entanto, deverá ter-se em conta que, em economias de mercado, a informação circula depressa e os agentes do mercado (a *crowd*) actuam como principais “supervisores” ao disseminar informação positiva ou negativa sobre os intervenientes do *Crowdfunding*.⁵⁰

Podem destacar-se as seguintes vantagens inerentes ao *Crowdfunding*:

⁴⁸ V. ANA LARANJEIRO, *Financiamento Colaborativo em Portugal nas mãos da CMVM*, “Jornal de Negócios”, 22 de Setembro de 2015, in <http://www.jornaldenegocios.pt>

⁴⁹ V. ANA LARANJEIRO, *loc. cit.*

⁵⁰ V. ANA LARANJEIRO, *loc. cit.*

- (i) Fonte alternativa de financiamento adequada a sociedades em fase inicial da actividade e para pequenos projectos com elevado nível de risco e reduzida atractividade para financiadores tradicionais;
- (ii) Fonte alternativa de financiamento atractiva para PME com menores custos e exigências ao nível das garantias exigidas;
- (iii) Forte ligação entre Investidores e Beneficiários que favorece o financiamento e o desenvolvimento dos projectos;
- (iv) Forma alternativa de investimento para pequenos aforradores;
- (v) Permite ao Investidor actuar de forma rápida, flexível, sem depender de montantes elevados mas com elevado potencial de valorização;
- (vi) Permite potenciar o uso de novas tecnologias em benefício de iniciativas empresariais.⁵¹

Riscos Identificados

A CMVM, da análise que fez ao *Crowdfunding*, identificou os seguintes riscos, os quais procurou mitigar com as previsões legais estabelecidas no Regulamento:

- (i) Fraude, branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo (mitigado pelo dever de organização);
- (ii) Perda total do capital investido, incumprimento e falta de liquidez (mitigado pelos deveres de informação e pelos limites ao investimento);
- (iii) Assimetria de informação e/ou informação insuficiente e enganosa (mitigado pelos deveres de informação);
- (iv) Gestão danosa e dificuldade de acompanhamento da execução dos projectos (mitigado pelos deveres de informação);
- (v) Conflitos de interesses (mitigado pelo dever de organização);

⁵¹ V. Nota Justificativa, *loc. cit.*, p. 4

- (vi) Operacionais (mitigado pelo dever de organização);
- (vii) Violação de direitos de propriedade intelectual (mitigado pelo artigo 10.º do RJFC).⁵²

4.3.1 Aspectos Específicos do Regime

Limites ao Investimento

Trata-se de uma tendência regulatória comum noutros ordenamentos jurídicos (como por exemplo em Itália ou França⁵³). A limitação do investimento visa controlar os riscos que cada Investidor pode incorrer e evitar decisões prejudiciais do ponto de vista financeiro. O facto de existirem diferentes limites consoante a categoria de Investidor em causa pode trazer flexibilidade do ponto de vista do investimento. Contudo, poderá aumentar o número de normas a cumprir por parte das Entidades Gestoras, elevando os custos regulatórios.⁵⁴

Este foi um dos temas mais discutidos durante o processo de consulta lançado pela CMVM em 7 de Dezembro de 2015. Alguns participantes insurgiram-se contra esta solução por considerarem a imposição de limites ao investimento uma prática de discriminação negativa relativamente a outro tipo de investimentos no mercado e limitadora da diversificação dos instrumentos de captação de poupança dos portugueses.⁵⁵ Consideraram ainda que poderá não ser do interesse do Investidor dispersar o seu capital por vários produtos (o que dificulta o acompanhamento da gestão dos mesmo) devendo ser o Investidor quem decide se os referidos limites devem ou não ser impostos (especialmente se houver entrega de garantia real por parte do investidor). O legislador contudo, adoptou

⁵² V. Nota Justificativa, *loc. cit.*, p. 5

⁵³ Em Itália o limite para pessoas singulares é de €500,00 por oferta ou €1.000,00 por ano e o limite para pessoas colectivas é de €5.000,00 por oferta ou de €10.000,00 por ano. Em França, no *Crowdfunding* por empréstimo, o limite é de €1.000,00 por oferta e €1.000.000,00 no total dos investimentos, enquanto que no *Crowdfunding* de capital não existem limites ao investimento, apenas existem limites de angariação, sendo que o limite máximo de angariação por oferta é de €1.000.000,00 num período de doze meses, V. ANNE-VALÉRIE LE FUR, *Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding une première étape dans la réglementation*, in “*Recueil Dalloz*”, n.º 32, Paris, Dalloz, 2014, pp. 1831-1837, *Apud* JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Crowdfunding como forma de capitalização das Sociedades*, “*Revista Electrónica de Direito*”, Março de 2015, p. 23, in <http://www.cije.up.pt>

⁵⁴ V. ANA LARANJEIRO, *loc. cit.*

⁵⁵ V. Relatório da Consulta Pública da CMVM n.º 7/2015, p. 3, in <http://www.cmvm.pt>

uma solução intermédia neste caso, mantendo a imposição dos referidos limites como forma de protecção dos Investidores, com o intuito de mitigar o risco individual de cada um, e, por isso, excluindo os investidores qualificados da aplicação dos mesmos.

Actividades de Intermediação Financeira

Segundo o modelo adoptado por diversos países europeus, as Entidades Gestoras estão autorizadas a exercer a sua actividade (i) nos termos da DMIF; ou (ii) enquanto agentes vinculados de uma empresa de investimento, ao abrigo da DMIF. Nos demais casos, as Entidades Gestoras exercem actividades de intermediação de *Crowdfunding* ao abrigo da excepção do n.º 3 da DMIF, a qual permite apenas a recepção e a transmissão de ordens, não podendo as Entidades Gestoras executar ordens ou deter fundos de clientes.

A solução adoptada pelo legislador português representa um modelo distinto. Em sede de transposição da DMIF, Portugal apenas exerceu a opção de excepcionar o regime para os agentes vinculados dos intermediários financeiros. Deste modo, a solução consagrada na lei nacional passa por conjugar as normas do artigo 15.º n.º 1 do RJFC (a qual faz referência ao acesso a “actividade de intermediação de financiamento colaborativo”) com a norma do artigo 289.º do CVM (a qual refere que só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, actividades de intermediação financeira). Assim, uma Entidade Gestora apenas pode exercer actividades de intermediação financeira, incluindo, sem limitar, recepção, transmissão e execução de ordens sobre instrumentos financeiros, se revestir a natureza de intermediário financeiro (artigo 15.º do RJFC)⁵⁶. Neste caso, ser-lhe-ão aplicáveis todas as normas legais e regulamentares que regem a actividade.

Conflitos de Interesses

O legislador deu especial enfoque, aquando da feitura da lei, ao tema da prevenção do conflito de interesses. Na verdade, as proibições previstas no Regime visam tornar a Entidade Gestora o mais transparente e imparcial possível. Deste modo, pretende-se que a plataforma seja apenas um veículo de aproximação entre o Beneficiário e o Investidor e

⁵⁶ V. Relatório da Consulta Pública da CMVM, *loc. cit.*, p. 6

não uma parte directamente interessada no investimento, facto que aumentaria exponencialmente o risco desta actividade.

À luz deste princípio, parece que não será de afastar a possibilidade de um Beneficiário ser titular de uma plataforma electrónica e, deste modo, existir coincidência entre a pessoa jurídica do Beneficiário e a pessoa jurídica da Entidade Gestora. De facto, o que a norma pretende é evitar a existência de interesses contrapostos, situação que nunca se verificaria nesta eventualidade. Afigura-se que, atenta a natureza da actividade, o Regime deverá continuar a ser aplicável, embora com as necessárias adaptações.

Regime Subsidiário

O legislador remete para o CVM, a título de regime subsidiário, em determinados casos previstos no Regulamento, nomeadamente (i) cômputo dos direitos de voto da Entidade Gestora; (ii) cômputo de participações qualificadas da Entidade Gestora e (iii) definição de investidor qualificado.

Relativamente a este ponto, levanta-se a questão de saber em que termos serão aplicáveis ao *Crowdfunding* as normas previstas no CVM, nomeadamente as relativas às ofertas públicas de distribuição (por exemplo, a obrigação de elaboração de prospecto), ofertas públicas de aquisição e regimes das sociedades abertas. Relativamente ao regime das ofertas públicas de distribuição, parece certo que o mesmo se encontra excluído nos termos do artigo 111.º, n.º 1. alínea i) do CVM, atendendo a que o limite máximo de angariação previsto no Regulamento é de € 5,000.00. Relativamente aos outros dois regimes - ofertas públicas de aquisição e regimes das sociedades abertas – considera-se que o regime do *Crowdfunding* é especial em relação a estes regimes, nomeadamente no que se refere às obrigações de informação, pelo que, caso a caso, estes regimes poderão ser afastados ou adaptados ao *Crowdfunding*.⁵⁷

Suscita-se ainda a questão de saber se o Decreto-Lei n.º 95/2006 (relativo aos serviços financeiros prestados a consumidores através de meios de comunicação à distância) será aplicável ao Regime. Na opinião da CMVM, o regime das ofertas públicas é especial em relação a este regime e, deste modo, havendo regras próprias, serão estas as

⁵⁷ V. Parecer da CMVM, *loc. cit.*

aplicáveis no contexto do *Crowdfunding*. Não sendo, por isso, aplicável, por exemplo, o direito de livre resolução do contrato concedido a investidores não qualificados no prazo de 14 dias após a celebração do mesmo. Não obstante, e relativamente a este ponto, o Regulamento prevê que os Investidores devem ser informados do prazo para revogação da aceitação da oferta, quando aplicável.⁵⁸

4.3.2 Questões Controvertíveis Suscitadas pelo Regime Legal

Com base no exposto, e nas soluções adoptadas por outros ordenamentos, os pontos controvertíveis do regime introduzido na ordem jurídica portuguesa são os seguintes:

No RJFC poderia ser introduzido:

- (i) A faculdade de as Entidades Gestoras receberem fundos de Investidores a título de depósito para garantia do cumprimento das obrigações dos Beneficiários (*escrow agreement*);
- (ii) A faculdade de os intervenientes abdicarem dos limites ao investimento / limites das ofertas;
- (iii) A criação de mecanismos que permitam a saída antecipada dos Investidores ou facilitem a venda ou negociação de instrumentos de *Crowdfunding*.

No Regulamento poderia ser introduzido:

- (i) O aumento do valor dos limites estabelecidos para o investimento e para as ofertas como forma de tornar o *Crowdfunding* mais atractivo e contrabalançar com os custos inerentes;
- (ii) A criação de um mercado secundário para transacção dos instrumentos financeiros e créditos adquiridos ao abrigo do *Crowdfunding*;
- (iii) A sujeição dos créditos contraídos com recurso ao *Crowdfunding* à base de dados do Banco de Portugal (Central de Responsabilidades de Crédito), por forma a melhorar as avaliações de risco e o escrutínio dos operadores.

⁵⁸ V. Relatório da Consulta Pública da CMVM, *loc. cit.*, p. 6

Relativamente ao ponto referido em (i) (RJFC), deve salientar-se que o mesmo decorre da autonomia contratual das partes, que ao abrigo do artigo 405.º do Código Civil constitui princípio fundamental e não deveria ser ignorado pelo Regulamento atendendo a que a actuação de uma Entidade Gestora enquanto agente *escrow* visa apenas a prossecução dos interesses das partes e não é realizada em seu benefício, não havendo lugar, neste caso, a qualquer tipo de conflitos de interesse que são, no fundo, a razão de ser da proibição constante do Regulamento. Ademais, a possibilidade de a Entidade Gestora agir enquanto agente *escrow*, tem sido uma prática comum em modelos de *Crowdfunding* seguidos noutros países⁵⁹.

Relativamente ao ponto referido em (ii) (RJFC), uma vez que estamos, uma vez mais, no domínio do direito privado, deveria igualmente prevalecer a autonomia privada nas relações entre as partes. Em nossa opinião, o Regulamento deveria conceder uma liberdade negocial mais ampla, autorizando as partes a ter uma maior intervenção na avaliação dos riscos que o investimento acarreta. Na verdade, a CMVM, ao impor tais limites na actividade, pode estar a “estrangular” o *Crowdfunding* enquanto alternativa de financiamento em vários sectores, como é o caso do sector imobiliário, em que os montantes transaccionados são frequentemente de valor elevado. No entanto, também é verdade que a existência dos referidos limites se justifica atentos os riscos inerentes à actividade e o nível de iliteracia financeira. Talvez a solução fosse a de conceder às partes a faculdade de renúncia a esses limites, procurando rodear o exercício de tal direito de requisitos que garantissem a esclarecida formação da vontade.

⁵⁹ Como por exemplo a Alemanha ou a Itália. Para este efeito *Vide*, JOACHIM HEMER, *A Snapshot on Crowdfunding*, “Fraunhofer ISI”, 2011, p. 15, in <http://www.isi-lehre.de> e GIANCARLO GIUDICI, RICCARDO NAVA, CRISTINA ROSSI LAMASTRA and CHIARA VERECONDO, *The New Frontier for Financing Entrepreneurship?*, October 5, 2012, p. 9, in <http://papers.ssrn.com>

5. Conclusão

Procurou-se, através do presente trabalho, contribuir para o estudo do *Crowdfunding* em duas vertentes, nomeadamente enquanto modelo de financiamento e enquanto figura jurídica.

Com efeito, o *Crowdfunding*, enquanto modalidade inovadora de financiamento tem crescido e tem-se desenvolvido ao longo dos anos, revelando-se uma solução alternativa viável para as *Start-up* e para as PME no que toca ao acesso ao crédito e ao mercado financeiro.

No entanto, o *Crowdfunding*, enquanto figura jurídica, está numa fase ainda insipiente. Como é habitual, o Direito acompanha a evolução das outras áreas do saber (neste caso, a área financeira) mas intervém *a posteriori* para regular uma situação nova e conformá-la com a ordem jurídica.

Deste modo, em face da publicação do RJFC e do Regulamento, pretendeu-se, com o presente trabalho, analisar os referidos regimes por forma a poder contribuir para um estudo mais aprofundado dos mesmos, nomeadamente, no que se refere aos direitos e obrigações que emergem para cada um dos intervenientes do *Crowdfunding*.

Neste ponto, salientam-se as exigências particulares ao nível dos deveres de idoneidade dos responsáveis pelas Entidades Gestoras e dos deveres de informação das Entidades Gestoras que incluem adstrições específicas com a identificação dos Beneficiários e com o seu registo histórico.

Observou-se, também, que devido ao aumento do número de obrigações a que as Entidades Gestoras ficam vinculadas, a implementação e cumprimento do Regulamento, bem como a sua fiscalização e supervisão, vão acarretar custos adicionais (nomeadamente custos de *compliance*). Sem prejuízo, com base na análise acima efetuada, são expectáveis benefícios para as plataformas, beneficiários e investidores do financiamento colaborativo por empréstimo e capital, susceptíveis de superar os custos identificados.

No que se refere aos limites impostos (tanto a nível das ofertas como do investimento) afigura-se que os mesmos poderão constituir obstáculo dissuasor, atentos os

custos envolvidos com a actividade de *Crowdfunding*. Contudo, reconhecemos que esta é uma actividade de risco acessível a investidores com níveis de qualificação e literacia financeira muito baixos, os quais justificam a imposição de limites de investimento por oferta e por períodos de 12 meses.

Por último, espera-se que o novo regime legal do *Crowdfunding*, enquanto permite ultrapassar limites de mercado financeiro clássico, venha a contribuir para o sucesso deste instituto, que pode ser importante em economias constituídas por pequenas e médias empresas em que o capital é escasso e que representa uma nova forma de financiamento com limites mas à escala global, proporcionada pelas novas tecnologias.

6. Bibliografia

- ALMA PEKMEZOVIC AND GORDON WALKER, *The Global Significance of Crowdfunding: Solving the SME Funding Problem and Democratizing Access to Capital*, “William and Mary Business Law Review”, Vol. 7, Issue 2, Article 3, in <http://papers.ssrn.com>
- ANA LARANJEIRO, *Financiamento Colaborativo em Portugal nas mãos da CMVM*, “Jornal de Negócios”, 22 de Setembro de 2015, in <http://www.jornaldenegocios.pt>
- ANDREW FINK, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the Jobs Act*, 2012, in <http://papers.ssrn.com>
- ANNE-VALÉRIE LE FUR, *Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding une première étape dans la réglementation*, in “Recueil Dalloz”, n.º 32, Paris, Dalloz, 2014
- ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 5.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2014
- ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 1.º Vol., 2.^a Ed., Lisboa, 1988
- ARWIN SCHWIENBACKER, PAUL BELLEFLAME E THOMAS LAMBERT, *Crowdfunding, Tapping the right crowd*, 2013, in <http://papers.ssrn.com>
- BÉNÉDICTE COUFFINHAL, *The use of Crowdfunding as an alternative way to finance small business in France*, 2014, in <http://esource.dbs.ie>
- BRYAN ZHANG, PETER BAECK, TANIA ZIEGLER, JONATHAN BONE AND KIERAN GARVEY, *Pushing Boundaries, The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, “University of Cambridge”, February 2016, in <http://www.nesta.org.uk>

- ESMA, *Investment-based Crowdfunding*, “Opinion”, 18 December 2014, in <https://www.esma.europa.eu>
- *European Commission Survey on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 3 February 2016, in <http://ec.europa.eu>
- *European Commission Survey On The Access To Finance Of Enterprises*, 2013, in <http://ec.europa.eu>
- GIANCARLO GIUDICI, RICCARDO NAVA, CRISTINA ROSSI LAMASTRA and CHIARA VERECONDO, *The New Frontier for Financing Entrepreneurship?*, October 5, 2012, in <http://papers.ssrn.com>
- HUGO NUNES, *Crowdfunding: Nova Forma de Financiamento Imobiliário?*, “Imonews Portugal”, 1 de Abril de 2016, in <http://imobnewsportugal.blogspot.com.es>
- JOACHIM HEMER, *A Snapshot on Crowdfunding*, “Fraunhofer ISI”, 2011, in <http://www.isi-lehre.de>
- JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Fundos de Investimento e Fundos de Garantia – Sumários*, “Apontamentos policopiados”, Universidade de Coimbra, 2014/2015
- JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Crowdfunding como forma de capitalização das Sociedades*, “Revista Electrónica de Direito”, Março de 2015, in <http://www.cije.up.pt>
- LUÍS ROQUETTE GERALDES E JOÃO LIMA DA SILVA, *Equity & Loan Crowdfunding*, “Team Genesis Review”, Junho 2016, in <http://www.mlgts.pt>
- NAV ATHWAL, *How Crowdfunding Has Changed Real Estate Investing*, “Forbes”, 12 February 2016, in <http://www.forbes.com>
- NCFCA, *Equity Crowdfunding: Frequently Asked Questions (FAQs)*, in <http://ncfacanada.org>

- Nota Justificativa elaborada no âmbito da Consulta Pública da CMVM n.º 7/2015, in <http://www.cmvm.pt>
- Parecer da CMVM no âmbito da consulta realizada na Assembleia da República, datado de 27 de Novembro de 2013, in <https://www.parlamento.pt>
- Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas no âmbito da consulta realizada na Assembleia da República, datado de 26 de Junho de 2016, in <https://www.parlamento.pt>
- Processo de Consulta Pública da CMVM n.º7/2015, in <http://www.cmvm.pt>
- Relatório da Comissão Europeia, O Financiamento Colaborativo em Pormenor, 2015, in <http://ec.europa.eu>
- Relatório da Consulta Pública da CMVM n.º 7/2015, in <http://www.cmvm.pt>
- RODRIGO DAVIES, *Civic Crowdfunding: Participatory Communities, Entrepreneurs and the Political Economy of Place*, 2014, in <http://papers.ssrn.com>
- SOFIA THIBAUT TROCADO, *O Regime jurídico da Financiamento Colaborativo – “Crowdfunding” A Propósito da Publicação da Lei n.º 102/2015, de 24 de Agosto*, “Update Momentum, Financeiro e Governance”, 1 de Setembro de 2015, in <http://www.servulo.com>
- <http://ppl.com.pt/pt>
- <http://reports.crowdsourcing.org>
- <http://www.massivemov.com>
- <http://www.seedrs.com>

Anexo I

Crowdfunding na U.E. em 2015

	Total raised (EUR)	Average raised (EUR)	Number of campaigns	Number of platforms
Equity	422,039,462	504,832	836	60
Bonds and debentures	103,368,785	1,590,289	65	8
Loans, of which:	3,209,368,439	15,688	204,575	77
<i>Secured business loans</i>	453,423,956	79,132	5,730	6
<i>Unsecured business loans</i>	728,839,337	58,154	12,533	16
<i>Secured individual loans</i>	63,497,821	35,834	1,772	3
<i>Unsecured individual loans</i>	1,266,723,276	7,082	178,854	14
Revenue- sharing	69	69	1	1
Invoice trading	348,547,943	59,898	5,819	1
Community shares	7,183,406	478,894	15	2
Microloans	5,186,566	739	7,014	5
Rewards	96,899,235	4,573	21,538	127
Donations and microdonations	25,264,527	2,938	8,634	63

Source: Crowdsurfer Dashboard (www.crowdsurfer.com)

Anexo II

O Mecanismo de Crowdfunding

