



CATOLICA  
FACULTY OF LAW

ESCOLA DE LISBOA



CATOLICA  
LISBON  
BUSINESS & ECONOMICS

## *Da regulação do crowdfunding de capital*

---

**Candidata:** Maria Clara Natividade Martins Pereira

**Orientador:** Mestre Jorge de Brito Pereira

Dissertação apresentada no âmbito do **Mestrado em Direito e Gestão**

em **31 de Março de 2016**

## ÍNDICE

Lista de fontes primárias .....	4
Lista de abreviaturas.....	5
1. Introdução.....	6
2. Aproximação a um conceito de <i>crowdfunding</i> .....	8
2.1 A inovação do legislador português .....	8
2.2 Elementos essenciais e eventuais da definição de <i>crowdfunding</i> .....	9
2.2.1 Elementos essenciais .....	10
2.2.2 Elementos eventuais .....	12
2.3 Crítica à definição constante do RJFC .....	15
2.4 O <i>crowdfunding</i> enquanto realidade multifacetada.....	17
3. Modalidades de <i>crowdfunding</i> .....	18
3.1 O <i>crowdfunding</i> através de donativo.....	18
3.2 O <i>crowdfunding</i> com recompensa.....	19
3.3 O <i>crowdfunding</i> por empréstimo.....	19
3.4 O <i>crowdfunding</i> de capital .....	20
4. Em particular: do <i>crowdfunding</i> de capital .....	22
4.1 Caracterização do <i>crowdfunding</i> de capital.....	22
4.2 Riscos inerentes ao <i>crowdfunding</i> de capital .....	24
4.2.1 Fase da campanha.....	25
4.2.2 Fase da governação da sociedade financiada .....	27
4.3 Importância do <i>crowdfunding</i> de capital .....	30
4.3.1 Importância para os investidores .....	30
4.3.2 Importância para os empreendedores .....	31
5. Enquadramento legal aplicável ao <i>crowdfunding</i> de capital em Portugal .....	32
5.1 Os valores em tensão na regulação do <i>crowdfunding</i> .....	33

5.2	O enquadramento comunitário .....	34
5.3	A solução portuguesa .....	35
5.3.1	O Código dos Valores Mobiliários .....	35
5.3.2	O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo e a Proposta de Regulamento da CMVM .....	39
5.4	Caminhos alternativos para a regulação do <i>crowdfunding</i> de capital .....	54
6.	Conclusão .....	56
	Bibliografia.....	59

## **LISTA DE FONTES PRIMÁRIAS**

Decreto-lei nº 47344/66, de 25 de novembro (na versão que lhe foi conferida pela Lei nº 150/2015, de 10 de setembro) – Código Civil

Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de novembro (na versão que lhe foi conferida pela Lei nº 148/2015, de 9 de setembro) – Código dos Valores Mobiliários

Decreto-Lei nº 5/2015, de 8 de janeiro (na versão que lhe foi conferida pela Lei nº 148/2015, de 9 de setembro) – Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro (na versão que lhe foi conferida pela Diretiva 2010/73/EU do Parlamento Europeu e do Conselho) – Diretiva dos Prospetos

Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

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

Jumpstart Our Business Startups Act, de 5 de abril de 2012 – JOBS Act

Lei nº 18/2015, de 4 de março – Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado

Lei nº 102/2015, de 24 de agosto – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

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

Kleinanlegerschutzgesetz, de 9 de julho de 2015 – Kleinanlegerschutzgesetz

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

Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act – Regulation A+

**LISTA DE ABREVIATURAS**

Art – Artigo

BaFIN – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Cap. – Capítulo

CC – Código Civil

CE – Comissão Europeia

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DMIF – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

DP – Diretiva dos Prospetos

DR – Diário da República

EUA – Estados Unidos da América

FCA – United Kingdom Financial Conduct Authority

PR – Projeto de Regulamento da CMVM

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

RU – Reino Unido

SEC – United States Securities and Exchange Commission

UE – União Europeia

## 1. INTRODUÇÃO

O financiamento colaborativo, ou *crowdfunding*,<sup>1</sup> é um fenómeno que tem vindo a merecer a atenção crescente de académicos e reguladores.

O *crowdfunding* é um meio alternativo de financiamento no âmbito do qual o seu beneficiário se dirige a uma multiplicidade de destinatários (a *crowd*) através de uma plataforma eletrónica (a Internet) a fim de angariar capital para financiar a sua atividade.

O volume de financiamento angariado através do *crowdfunding* tem vindo a crescer acentuadamente a nível mundial,<sup>2</sup> com consequências económicas muito significativas.<sup>3</sup> Esta popularidade é sobretudo explicada pelo facto de muitos empreendimentos (e, em especial, pequenas *start-ups*) experimentarem dificuldades no acesso às fontes de financiamento mais típicas (incluindo o financiamento bancário, o financiamento através dos mercados de capitais, e o financiamento através de estruturas de capital de risco). O *crowdfunding* surge, assim, numa relação de substituição com essas fontes de financiamento:<sup>4</sup> o desenvolvimento dos negócios<sup>5</sup> passa a ser unicamente limitado pelo seu potencial para chamar fundos provenientes de uma multiplicidade de agentes, espalhados por uma multiplicidade de geografias; os limites do alcance dos pedidos de financiamento passam a coincidir com os limites do alcance da Internet.

Mas a Internet não contribuiu apenas para diminuir a dependência dos empreendedores de outras fontes de financiamento: através do *crowdfunding*, os investidores

---

<sup>1</sup> Ao longo deste trabalho, utilizamos indiferentemente *crowdfunding*, e financiamento colaborativo (designação introduzida pelo RJFC); julgamos, no entanto, que esta última expressão 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”), e que teria sido preferível adotar a expressão “financiamento coletivo”, tanto por se encontrar em linha com a escolha do legislador europeu (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, Bruxelas: [s.n.], 2014), como por ser mais neutra.

<sup>2</sup> BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Rochester, NY: SSRN, 2013, p 2.

<sup>3</sup> AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi, *Some simple economics of crowdfunding*, 2013, p 3.

<sup>4</sup> Esta relação de substituição é ilustrada por AGRAWAL *et al* (*Ibid*, p 5).

<sup>5</sup> BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *Crowdfunding*, p 4.

ganharam acesso a experiências comunitárias em que as redes sociais permitem o estabelecimento de fluxos de informação constantes entre empreendedores e financiadores, e em que qualquer participação (por pequena que seja) numa campanha de *crowdfunding* tem o potencial de envolver o investidor no lançamento do último álbum da sua banda favorita, ou no desenvolvimento da mais recente tecnologia.<sup>6</sup>

Hoje em dia, a evolução do *crowdfunding* tem sido especialmente marcada pelo crescimento de uma modalidade particular desta forma de financiamento: o *crowdfunding* de capital. No âmbito desta modalidade, os investidores adquirem direitos de participação no capital da sociedade financiada como contrapartida do capital disponibilizado.

O *crowdfunding* de capital envolve, porém, uma série de riscos, e o seu crescimento sustentado requer regras cuidadosamente desenhadas. Em Portugal, a regulação do *crowdfunding* de capital foi recentemente enformada pela aprovação do novo Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo e será, a breve trecho, densificada pela aprovação de um regulamento por parte da CMVM. Esta dissertação discute o mérito da solução avançada pelo legislador português.

Porque os mecanismos que presidem ao *crowdfunding* são de difícil compreensão,<sup>7</sup> este trabalho enceta com uma discussão sobre o conceito de *crowdfunding* (Cap. 2). Prosseguimos, depois, com a análise das várias modalidades de financiamento colaborativo (Cap. 3), para nos focarmos, enfim, na necessidade de regular o financiamento colaborativo de capital em particular (Cap. 4). A dissertação encerra com uma discussão do enquadramento legal aplicável ao financiamento colaborativo de capital em Portugal (Cap. 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 e a importância de proteger os investidores nele participantes. Apresentamos, para tanto, várias sugestões. Consideramos, contudo, que o potencial do *crowdfunding* de capital vai para além do alcance de um equilíbrio entre estes valores e depositamos a nossa esperança em esforços de investigação

---

<sup>6</sup> *Ibid*, p 6.

<sup>7</sup> GRIFFIN, Zachary, *Crowdfunding: Fleecing the American Masses*, Rochester, NY: SSRN, 2012 (citado por AHLERS, Gerrit K.C. *et al*, *Signaling in equity crowdfunding*, 2012, p 1).

que venham a descobrir todo o seu potencial – esperando que o legislador reconheça a necessidade de atualizar o enquadramento legal do *crowdfunding* sempre que isso seja necessário para acompanhar a sua evolução e para permitir o seu total desenvolvimento enquanto alternativa de financiamento.

## 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. De acordo com o Art 2º do RJFC, o financiamento colaborativo é “*o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas electrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais*”.

Esta consagração de uma definição expressa de *crowdfunding* na lei não encontra praticamente paralelo nas abordagens seguidas noutros ordenamentos jurídicos.<sup>8</sup> De facto, a maioria das jurisdições evita comprometer-se com definições, limitando-se a estabelecer o conjunto de circunstâncias<sup>9</sup> – muitas vezes associadas ao financiamento de empresas de pequena dimensão<sup>10</sup> – que justifica o afastamento dos regimes jurídicos que regulam o respetivo sistema financeiro (e que são aplicáveis, designadamente, às ofertas públicas de valores mobiliários, ou à atividade bancária).

A reticência da maior parte das ordens jurídicas em consagrar de modo expreso um conceito de *crowdfunding* prender-se-á, porventura, com o facto de este ser um fenómeno que

---

<sup>8</sup> De entre as jurisdições analisadas, apenas em Espanha, onde o *crowdfunding* é regulado pela *Lei de fomento de la financiación empresarial*, conseguimos adivinhar uma definição *indireta* de *crowdfunding* (cfr. Artículo 46).

<sup>9</sup> É o caso do RU, que regula o *crowdfunding* através do *Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014*, e dos EUA, onde o *crowdfunding* é regulado pelo *Regulation A* (atualmente, *Regulation A+*).

<sup>10</sup> É o que acontece na Alemanha, onde vigora o *Kleinanlegerschutzgesetz*, e em Itália, com o *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali online*. Nos EUA, o *Regulation A+* não se refere especialmente a empresas de pequena dimensão ou *start-ups*, mas é um produto da *Section 401* do *JOBS Act*, o instrumento escolhido pelo legislador federal para incitar a SEC a facilitar o financiamento das pequenas e médias empresas através do *crowdfunding*.

apenas recentemente assumiu um lugar de destaque na agenda regulatória mundial.<sup>11</sup> Efetivamente, ainda que o *crowdfunding* 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 doutrina e dos reguladores. Porque é um fenómeno pouco estudado – inserido num mercado altamente dinâmico<sup>12</sup> – o *crowdfunding* é, ainda hoje, um fenómeno mal compreendido.

É com o objetivo de compreender melhor o *crowdfunding* que o próximo capítulo se propõe a identificar os elementos que o caracterizam. A discussão do que se entende por *crowdfunding* encerra com uma crítica à definição do RJFC português.

## **2.2 Elementos essenciais e eventuais da definição de *crowdfunding***

O *crowdfunding* é geralmente apontado como uma modalidade de *crowdsourcing*.<sup>13</sup>

O *crowdsourcing* foi definido pela primeira vez em 2006, por HOWE,<sup>14</sup> como um modelo de resolução de problemas<sup>15</sup> no âmbito do qual o poder (a “*sabedoria*”<sup>16</sup>) das multidões é utilizado na obtenção de *feedback*<sup>17</sup> – dependendo o sucesso da solução da

---

<sup>11</sup> O conceito de *crowdfunding* não é novo, sendo há muito utilizado no âmbito do financiamento de campanhas políticas (BRADFORD, C. Steven, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, Rochester, NY: SSRN, 2012, p 11) ou de projetos comunitários (GUZIK, Samuel S., *SEC Crowdfunding Rulemaking Under the Jobs Act -- An Opportunity Lost?*, Rochester, NY: SSRN, 2014, p 1).

<sup>12</sup> SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape*, [s.l.]: European Commission DG Communications Networks, Content & Technology, 2014, p V.

<sup>13</sup> 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*.

<sup>14</sup> HOWE, Jeff, *The Rise of Crowdsourcing*, Wired, disponível em: <<http://www.wired.com/2006/06/crowds/>>, acesso em: 25 fev. 2016.

<sup>15</sup> BRABHAM, Daren C., *Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An introduction and cases*, *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies*, v. 14, n. 1, p 75–90, 2008, p 76.

<sup>16</sup> SUROWIECKI, James, *The Wisdom of Crowds*, First Anchor Books Edition. [s.l.]: Abacus, 2005.

<sup>17</sup> HEMINWAY, Joan MacLeod; HOFFMAN, Shelden Ryan, *Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933*, Rochester, NY: SSRN, 2012, p 881.

existência de um grupo alargado de solucionadores.<sup>18</sup> Estes solucionadores são, por sua vez, tipicamente reunidos através da Internet.<sup>19</sup>

Mas o que distingue o *crowdfunding* do *crowdsourcing*? Na tentativa de isolar um conceito de *crowdfunding*, vários elementos têm sido apontados como caracterizadores do fenómeno; alguns encontram-se presentes na generalidade das definições de *crowdfunding* (elementos essenciais) enquanto outros são apenas relativamente comuns (elementos eventuais).

### 2.2.1 Elementos essenciais

Entre os elementos essenciais que acompanham a descrição de fenómenos de *crowdfunding* contam-se a sua identificação com um meio alternativo de financiamento, o facto de este tipo de financiamento ser obtido junto de um conjunto alargado de pessoas (a multidão), e a sua dependência da utilização de plataformas electrónicas.<sup>20</sup>

O recurso à multidão é, como vimos, típico de todos os fenómenos de *crowdsourcing*. Contudo, no *crowdfunding*, em particular, a solução procurada junto da multidão prende-se, sobretudo, com a necessidade de obtenção de financiamento:<sup>21</sup> capital, em vez de trabalho.<sup>22</sup>

---

<sup>18</sup> BRABHAM, Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An introduction and cases.

<sup>19</sup> HAZEN, Thomas Lee, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure, Rochester, NY: SSRN, 2012, p 1736; HEMINWAY; HOFFMAN, Proceed at Your Peril, p 881.

<sup>20</sup> 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 defende que o *crowdfunding* é uma forma de financiamento concretizada através de portais *on-line* denominados de plataformas de *crowdfunding* (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, [s.l.: s.n.], 2015.). Da mesma forma, também a BaFIN entende que o *crowdfunding* implica a angariação de capital através de plataformas existentes na Internet (MÜLLER-SCHMALE, V., Crowdfunding: Supervisory requirements and investor responsibility, [s.l.]: BAFIN – Federal Financial Supervisory Authority, 2014), tal como, de resto, a CONSOB (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, 2015, p 1) e a SEC (SEC - SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Proposed Rules: Crowdfunding, [s.l.: s.n.], 2013). Também a CE tem vindo a assinalar que o *crowdfunding* é uma forma alternativa de financiamento assente na Internet (COMISSÃO EUROPEIA, *op cit*, p 3).

<sup>21</sup> Neste sentido, o *crowdfunding* corresponde à variação financeira do *crowdsourcing* (SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *op cit*, p 3). 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 (HEMINWAY; HOFFMAN, *op cit*, p 881).

Neste sentido, o *crowdfunding* pode ser definido como uma forma alternativa de financiamento vocacionada para a obtenção de fundos junto de um número elevado de indivíduos<sup>23</sup> – e que, nesse sentido, contrasta 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 resultam da obtenção de fundos junto de um pequeno número de investidores qualificados<sup>24</sup> (designadamente, as entidades dedicadas ao capital de risco).<sup>25</sup> Assim, o *crowdfunding* dispensa a presença de intermediários, incentivando antes o empreendedor a dirigir-se diretamente à multidão.<sup>26</sup>

Por fim, 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, o facto é que o *crowdfunding* apenas adquiriu relevância regulatória com o desenvolvimento da Web 2.0.<sup>27</sup> A generalização do acesso à Internet veio incentivar o *crowdfunding* por duas razões: por um lado, contribuiu para a redução dos custos de transação inerentes à angariação de fundos provenientes de uma multiplicidade de destinatários;<sup>28</sup> por outro, veio permitir o estabelecimento de ligações entre os respetivos utilizadores com menos fricção,<sup>29</sup> e sem a

---

<sup>22</sup> SCHWARTZ, Andrew A., *Crowdfunding Securities*, Rochester, NY: SSRN, 2013, p 1459.

<sup>23</sup> BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 7.

<sup>24</sup> Veja-se, a título de exemplo, HEMINWAY; HOFFMAN, *op cit*, p 931, e SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, Rochester, NY: SSRN, 2010 p 8.

<sup>25</sup> No ordenamento jurídico português, a atividade de investimento em capital de risco é regulada pelo RJCR e as entidades nela participantes são classificadas de investidores qualificados pelo Art 30º nº1 f) do CVM.

<sup>26</sup> SCHWIENBACHER; LARRALDE, *op cit*, p 4.

<sup>27</sup> BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 8. A Web 2.0 corresponde à segunda geração da Internet, e à sua transformação numa plataforma capaz de ligar dispositivos e pessoas em permanente partilha de informação (LEHNER, Othmar Manfred, *Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda*, Rochester, NY: SSRN, 2012, p 1, e O'REILLY, Tim, *What is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software*, Rochester, NY: SSRN, 2007).

<sup>28</sup> BRADFORD, *op cit*. De acordo com AGRAWAL, esta diminuição de custos deve-se ao baixo custo das pesquisas *on-line* (cfr. AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 6).

<sup>29</sup> HANKS, Sara, *Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union*, *Capital Markets Law Journal*, v. 8, n. 3, pp 261–282, 2013.

presença de um intermediário ativo<sup>30</sup> (passando o papel de facilitar o encontro entre agentes com interesses complementares a ser desempenhado pelas plataformas de *crowdfunding*).<sup>31</sup>

Assim, é só com o advento do *crowdfunding on-line* e das plataformas especializadas em *crowdfunding*<sup>32</sup> que este se passa a assumir como um meio credível de financiamento.<sup>33</sup> Por isso, e ainda que o *crowdfunding* não tenha de ser, rigorosamente, promovido através da Internet, assumimos<sup>34</sup> que o financiamento colaborativo, enquanto fenómeno juridicamente relevante – e no sentido em que é regulado a nível nacional e internacional – assenta sempre na utilização de plataformas electrónicas especializadas.<sup>35</sup>

### 2.2.2 Elementos eventuais

De resto, o *crowdfunding* é, muitas vezes caracterizado também pela canalização de fundos para o financiamento de projetos específicos<sup>36</sup> por parte de empresas de pequena-dimensão,<sup>37</sup>

---

<sup>30</sup> Segundo AGRAWAL, 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 (cfr. AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 6) – funções tipicamente delegadas em intermediários financeiros tradicionais (cfr. ARMOUR, John *et al*, Principles of Financial Regulation, [s.l.]: Oxford University Press, 2016).

<sup>31</sup> WILSON, Karen E.; TESTONI, Marco, Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s capital markets, Bruegel Policy Contribution, v. August 2014, n. 2014/09, 2014, p 4; LARRALDE, Armin; SCHWIENBACHER, Benjamin, Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, *in*: The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Douglas Cumming. New York: Oxford University Press, [s.d.], p 369.

<sup>32</sup> SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *op cit*, p 1.

<sup>33</sup> De acordo com BRADFORD, apesar de o conceito geral por de trás do *crowdfunding* não ser novo, o *crowdfunding* enquanto fenómeno alicerçado na Internet é relativamente recente, e o termo só começou a ser utilizado a partir de 2006 (cfr. *op cit*, p 11).

<sup>34</sup> Em linha, de resto, com a generalidade da doutrina (entre outros, BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*; LEHNER, *op cit*; BRADFORD, *op cit*; GUZIK, *op cit*; HEMINWAY, Joan MacLeod, Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”, Rochester, NY: SSRN, 2014; e SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *op cit*).

<sup>35</sup> SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *op cit*, p 1.

<sup>36</sup> Aqui as jurisdições dividem-se: se as definições avançadas pela CE, pela BaFIN, pela CONSOB, pela SEC e pela lei espanhola se referem ao financiamento de projetos específicos, já as definições sugeridas pela FCA e pelo RJFC abarcam a possibilidade de o *crowdfunding* se destinar à capitalização de uma entidade na sua globalidade.

<sup>37</sup> 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 inovadoras.

e pela reduzida dimensão da contribuição de cada investidor.<sup>38</sup> Estas características ajudam a ilustrar as formas que o financiamento coletivo pode assumir na prática, mas não são determinantes para classificar um esforço de angariação de fundos como “*crowdfunding*”.

De facto, ainda que o enfoque do *crowdfunding* no financiamento de projetos específicos tutelados por empresas de pequena dimensão seja expectável – na medida de que é a estas que o *crowdfunding* mais aproveita,<sup>39</sup> a verdade é que nada no conceito de *crowdfunding* parece obstar a que ele seja utilizado por empresas de maior dimensão.

Não somos insensíveis ao argumento de que, na medida em que o *crowdfunding* é um regime especial, é desejável definir com precisão o respetivo campo de aplicação, e não choca, de resto, que esse regime aproveite apenas às empresas que mais dificuldade têm em aceder a outras fontes de financiamento (ou seja, às pequenas empresas). No entanto, parece-nos que a limitação da possibilidade do recurso ao *crowdfunding* a determinado tipo de empresas – a existir – em nada afecta a definição de *crowdfunding*, correspondendo a uma mera opção de política legislativa.<sup>40</sup>

Não surpreende, também, que o *crowdfunding* seja (ainda) associado ao financiamento de projetos específicos. Na verdade, a história do *crowdfunding* começa precisamente com pessoas singulares a procurarem financiamento para projetos específicos, tipicamente na área

---

Contudo, mesmo nestes casos, i.e. nos casos alemão, italiano, e norte-americano, nenhuma identificação é feita entre o *crowdfunding* e o financiamento destas empresas; a explicação para a regulamentação do *crowdfunding* através deste tipo de instrumentos dever-se-á simplesmente ao facto de este ser um modo de financiamento particularmente atraente para este tipo de empresas, e pela consequente maior urgência da consagração de uma exceção com este âmbito.

<sup>38</sup> Aspeto mencionado pela CE, pela CONSOB e pela SEC, mas ignorado pela FCA, pela BaFIN e pelas leis espanhola e portuguesa.

<sup>39</sup> PARSONT, Jason W., *Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption*, Rochester, NY: SSRN, 2013, p 283.

<sup>40</sup> 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 (BRADFORD, *op cit*, p 29). No mesmo sentido, cfr. HORNUF, Lars; SCHWIENBACHER, Armin, *Should Securities Regulation Promote Crowdfunding?*, Rochester, NY: SSRN, 2015, p 1.

das artes, ou das novas tecnologias.<sup>41</sup> Já o recurso ao *crowdfunding* por empresas (por oposição a pessoas singulares), com o objetivo de financiar as suas atividades em termos genéricos (por oposição a um projeto em particular) é uma tendência mais recente, e que se encontra associada a modalidades de *crowdfunding* de admissibilidade jurídica mais problemática: o financiamento colaborativo por empréstimo e de capital.<sup>42</sup> Ainda assim, não nos parece que o conceito de *crowdfunding* tenha, atualmente, o seu escopo limitado ao financiamento de projetos específicos. De resto, as 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 este esforço legiferante contribua para que cada vez mais empresas recorram ao *crowdfunding* para financiar a generalidade da sua atividade.<sup>43</sup>

Por fim, o facto de o *crowdfunding* ser tipicamente caracterizado<sup>44</sup> pela reduzida dimensão da contribuição de cada elemento individual da multidão de investidores parece-nos uma mera decorrência do facto de os pedidos de financiamento coletivo serem 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. Não é forçoso, porém, que todos os investidores contribuam em termos tão limitados; de resto, a participação de investidores institucionais e de investidores qualificados em exercícios de *crowdfunding* não é infrequente.

Assim, somos da opinião que a chave para qualificar um fenómeno de *crowdfunding* reside no facto de a chamada de capital ser dirigida a uma multiplicidade de pessoas; a

---

<sup>41</sup> FREEDMAN, David; NUTTING, Matthew, A Brief History of Crowdfunding - including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA, 2015, p 2.

<sup>42</sup> O financiamento colaborativo por empréstimo e de capital são as únicas modalidades de *crowdfunding* que levantam dúvidas quanto à sua admissibilidade, e que normalmente carecem de regulamentação especial (cfr. Cap. 3).

<sup>43</sup> Em sentido semelhante, LEHNER, *op cit*, p 3.

<sup>44</sup> Neste sentido, o regulador italiano assinala que o *crowdfunding* é um processo de financiamento caracterizado pela canalização de pequenas contribuições (CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA, *op cit*). Também a SEC e a CE apontam a angariação de contribuições individuais de pequeno montante como característica típica do *crowdfunding* (COMISSÃO EUROPEIA, *op cit*, e SEC - SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *op cit*).

quantidade de pessoas que responde a essa chamada, ou a intensidade com que o fazem é irrelevante.

Concluimos, pois, que a definição de *crowdfunding* apenas depende da existência de uma oferta dirigida a uma multiplicidade de pessoas, por intermédio de uma plataforma electrónica 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* redonda na recolha de contribuições de pequena dimensão são úteis para perceber melhor o *crowdfunding*, mas não são essenciais à sua caracterização.

### **2.3 Crítica à definição constante do RJFC**

Analisados os elementos que compõem o conceito do *crowdfunding*, cumpre apreciar a definição de *crowdfunding* avançada pelo legislador português no Art 2º 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 electrónicas 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 em linha com o modo como o *crowdfunding* tem vindo a ser caracterizado, o Art 2º do RJFC mereceu várias críticas:

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 a uma realidade altamente influenciada pelo desenvolvimento tecnológico.<sup>45</sup>

Por outro lado, achamos que o legislador português deveria ter tomado em consideração que o *crowdfunding* é uma realidade que inclui em si várias sub-modalidades de financiamento – nem todas merecedoras de tratamento legislativo especial.<sup>46</sup> Na verdade, o

---

<sup>45</sup> Desta opção resultam, ainda, os problemas de que nos ocupamos no Cap. 5.

<sup>46</sup> Cfr. Cap. 3.

financiamento colaborativo através de donativo e com recompensa (nos termos em que são descritos no Art 3º do RJFC) são habitualmente excluídos das reformas dirigidas ao tratamento do *crowdfunding*. Não se percebe, por esse motivo, porque é que o legislador aproveitou o RJFC para diferenciar as várias modalidades de *crowdfunding* existentes, ou com que objetivo é que se dispôs a regular variantes<sup>47</sup> que não nenhum problema levantam além daqueles que são já suficientemente tratados pelo ordenamento jurídico português.<sup>48</sup>

Assim, julgamos que teria sido preferível que o RJFC tivesse seguido o exemplo de outras ordens jurídicas, abstendo-se, com elas, de regular o financiamento colaborativo através de donativo ou com recompensa, e tendo em atenção que, mesmo quando estes ordenamentos regulam o financiamento colaborativo por empréstimo ou de capital, se limitam a determinar as *circunstâncias* em que podem ser afastadas as obrigações constantes das regras aplicáveis à obtenção de financiamento através dos mercados bancário e de capitais, evitando o recurso a definições.

Mas mesmo que se entendesse que o legislador português esteve bem em ancorar o RJFC numa definição de *crowdfunding*, consideramos, ainda assim, que, se alguns aspetos desta definição vão de encontro às características que lhe estão habitualmente associadas, outros nem tanto.

Assim, é certo que o *crowdfunding* é (i) uma modalidade de financiamento – bem como que (ii) o financiamento obtido através do *crowdfunding* tanto pode contribuir para financiar os projetos das entidades que a ele recorram, como as próprias entidades (na prossecução da sua atividade). Não repugna, enfim, que o RJFC limite, para efeitos regulatórios, o conceito de *crowdfunding* aos tipos de financiamento que são mediados por (iii) “*plataformas electrónicas acessíveis através da Internet*”.<sup>49</sup>

---

<sup>47</sup> Nomeadamente, não se entendem as limitações às ofertas feitas no âmbito do financiamento colaborativo de donativo ou recompensa constantes do Art 13º do RJFC.

<sup>48</sup> Parecem ser suficientes, designadamente, os mecanismos constantes do CC, da Lei de Defesa do Consumidor, do Regime Jurídico dos Contratos Celebrados à Distância e Fora do Estabelecimento Contratual, ou da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais. De resto, o próprio Art 10º 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*”.

<sup>49</sup> Assinale-se que a Internet é, ela mesma, uma plataforma eletrónica, pelo que a linguagem utilizada pelo legislador não é a mais feliz (CORNFIELD, Michael, Politics Moves Online: Campaigning and the Internet, [s.l.: s.n.], 2004).

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 verificar, ao conceito de *crowdsourcing* e, mais especificamente, ao conceito de *crowdfunding* encontra-se necessariamente subjacente a ideia do recurso a multidões (à “*crowd*” que faz parte 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 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* em face a outros meios de financiamento.

Concluimos, assim, que, na sua atual formulação, o Art 2º falha na identificação de um dos elementos diferenciadores do financiamento colaborativo: a multidão. E sem “*crowd*”, não há *crowdfunding*.<sup>50</sup> Em suma, o legislador português não devia ter consagrado uma definição de financiamento colaborativo no RJFC e, particularmente, uma definição que não consegue isolar um dos elementos mais característicos desta modalidade de financiamento: o recurso a uma pluralidade investidores.

## **2.4 O crowdfunding enquanto realidade multifacetada**

Conhecidos já os elementos caracterizadores do *crowdfunding*, cumpre avançar mais um passo na compreensão deste fenómeno, e reconhecer a sua natureza multifacetada.<sup>51</sup>

De facto, o *crowdfunding* pode assumir modalidades muito diferentes.<sup>52</sup> Uma vez que o presente trabalho se centra no estudo de uma só das modalidades de *crowdfunding* – o

---

<sup>50</sup> Conforme assinala BRADFORD, a noção de *crowdfunding* implica, quase por definição, um empreendimento conjunto assumido por uma multiplicidade de investidores (BRADFORD, *op cit*, p 33).

<sup>51</sup> De acordo com AHLERS, o termo *crowdfunding* apresenta-se, assim, como um *umbrella term* que inclui vários tipos de atividades de angariação de fundos (AHLERS *et al*, *op cit*, p 4).

*crowdfunding* de capital – o próximo capítulo constitui uma tentativa de distinguir entre os vários tipos de *crowdfunding* usualmente identificados pela doutrina e pelos reguladores responsáveis pela sua supervisão, procurando, a final, isolar as características que separam o financiamento colaborativo de capital das restantes modalidades de *crowdfunding*.

### **3. MODALIDADES DE CROWDFUNDING**

Várias têm sido as subespécies de *crowdfunding* identificadas pela doutrina, mas as mais comuns encontram correspondência na sistematização acolhida pelo Art 3º do RJFC e incluem o financiamento colaborativo através de donativo, com recompensa, por empréstimo, e de capital.

A sistematização adotada pelo RJFC distingue entre estas várias subtipos de *crowdfunding* consoante os benefícios privados extraordinários de que usufruem os investidores que neles participam.<sup>53</sup> Estes benefícios surgem em soma aos benefícios experienciados pelos consumidores do produto ou serviço providenciado pelo beneficiário do *crowdfunding*, e são muitas vezes associados a experiências de base comunitária.<sup>54</sup> É ao critério seguido pelo Art 3º do RJFC que subjugamos a estrutura do presente capítulo.

#### **3.1 O crowdfunding através de donativo**

O financiamento colaborativo através de donativo é definido pelo Art 3º a) 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*”.

O *crowdfunding* através de donativo assenta, assim, num modelo de doação<sup>55</sup> no âmbito do qual os investidores canalizam o seu capital para causas que consideram meritórias,

---

<sup>52</sup> Apesar das diferenças existentes entre as várias modalidades de crowdfunding, é de assinalar que o processo utilizado na angariação de fundos é geralmente comum a todas (cfr. *Ibid*, p 8; BRADFORD, *op cit*, p 10).

<sup>53</sup> BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 2, e AHLERS *et al*, *op cit*, p 6.

<sup>54</sup> BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 2.

<sup>55</sup> BRADFORD, *op cit*, p 8.

sem por isso esperarem qualquer benefício pecuniário em troca.<sup>56</sup> É geralmente considerado que esta modalidade de *crowdfunding* não é particularmente complexa, nem gera qualquer problema jurídico que justifique um tratamento diferente do aplicável ao contrato de doação.<sup>57</sup>

### **3.2 O *crowdfunding* com recompensa**

O Art 3º b) do RJFC define financiamento colaborativo com recompensa como o tipo de financiamento pelo qual “*a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido*”.

Em regra, entende-se que o financiamento colaborativo com recompensa oferece aos investidores nele participantes benefícios de natureza não-financeira<sup>58</sup>, ou seja, benefícios que não incluem juros ou a partilha nos lucros gerados pelo empreendimento financiado.

Dentro desta modalidade de financiamento colaborativo, alguns autores distinguem, 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 pelo empreendimento financiado (ou o direito a adquiri-lo a um preço reduzido)<sup>59</sup>, mas a distinção entre estas duas modalidades nem sempre é fácil;<sup>60</sup> por esse motivo, a opção do legislador português por não incluir esta modalidade de *crowdfunding* entre as alíneas do Art 3º do RJFC é de saudar.

### **3.3 O *crowdfunding* por empréstimo**

Ao abrigo do Art 3º 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*”.

---

<sup>56</sup> AHLERS *et al*, *op cit*, p 6.

<sup>57</sup> *Ibid*, p 6.

<sup>58</sup> *Ibid*, p 6.

<sup>59</sup> BRADFORD, *op cit*, p 16.

<sup>60</sup> EUROPEAN COMMISSION DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, Consultation document: Crowdfunding in the EU - exploring the added value of potential EU action, Brussels: [s.n.], 2013, p 4.

No âmbito desta modalidade de *crowdfunding* – também conhecida pelo termo empréstimo *peer-to-peer* – os investidores têm direito à devolução do capital investido, bem como ao pagamento quaisquer juros que possam ser devidos<sup>61</sup> nos termos do contrato de celebrado<sup>62</sup>, consoante, respetivamente, o *crowdfunding* corresponda a *no-interest lending*, ou a *interest-based debt*.<sup>63</sup>

### **3.4 O *crowdfunding* de capital**

Por fim, o financiamento colaborativo de capital é definido pelo Art 3º alínea c) do RJFC como aquele pelo qual “a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros”.

O financiamento colaborativo de capital, ou *equity crowdfunding*, é, assim, o tipo de financiamento coletivo no âmbito do qual os investidores são recompensados com a atribuição de participações sociais no capital da sociedade alvo de financiamento – tipicamente ações ordinárias<sup>64</sup> –, ou através de alguma forma de compensação análoga (incluindo os esquemas de partilha de lucros a que se refere o Art 3º do RJFC).<sup>65</sup>

O *equity crowdfunding* surge, deste modo, como uma inovação financeira<sup>66</sup> correspondente a uma extensão do financiamento colaborativo com recompensa no âmbito da qual as recompensas não financeiras dão lugar à expectativa de participação nos lucros do empreendimento financiado.<sup>67</sup>

De resto, e à semelhança do que acontece com as restantes modalidades de *crowdfunding*, as chamadas de capital feitas no âmbito do *crowdfunding* de capital são,

---

<sup>61</sup> BRADFORD, *op cit*, p 20.

<sup>62</sup> AHLERS *et al*, *op cit*, p 6.

<sup>63</sup> BRADFORD, *op cit*, p 20; PARSONT, *op cit*, p 288.

<sup>64</sup> WILSON; TESTONI, *op cit*, p 2.

<sup>65</sup> AHLERS *et al*, *op cit*, p 7.

<sup>66</sup> HORNUF; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 2.

<sup>67</sup> HEMINWAY, *op cit*, p 831; e SCHWARTZ, *op cit*, p 1460.

tipicamente, dirigidas a um grupo alargado e não estruturado de investidores, os quais podem ser, ou não, investidores qualificados.<sup>68</sup> Disto decorre, como veremos, que pouco distingue o *crowdfunding* de capital das formas de financiamento que envolvem ofertas públicas de valores mobiliários, nos termos em que estas são definidas pelos legisladores comunitário e português.<sup>69</sup> A diferença reside, tão simplesmente, no processo de financiamento<sup>70</sup>, que tem a característica de ser intermediado por uma plataforma eletrónica.<sup>71</sup>

Assim, o financiamento colaborativo de capital pode ser caracterizado como uma figura híbrida que reúne simultaneamente características do *crowdfunding* (a utilização de plataformas electrónicas), e elementos presentes em formas mais tradicionais de financiamento (a emissão de uma oferta pública)<sup>72</sup> – e que pode merecer, em determinadas circunstâncias, um tratamento jurídico mais favorável do que é aplicável à generalidade das ofertas públicas.<sup>73</sup> Por este motivo, o mercado do financiamento colaborativo de capital de cada ordem jurídica é altamente influenciado pelo regime jurídico que lhe é aplicável.<sup>74</sup>

\*\*\*

Aqui chegados, cumpre reforçar que as características do financiamento coletivo, bem como os problemas de natureza jurídica por ele levantados, variam significativamente consoante a modalidade de financiamento colaborativo – considerando-se, geralmente, que o *crowdfunding* através de donativo é a modalidade menos complexa e que o *crowdfunding* de capital é a modalidade que mais questões levanta.<sup>75</sup>

---

<sup>68</sup> HEMINWAY, *op cit*, p 829.

<sup>69</sup> Cfr. Cap. 5.

<sup>70</sup> HEMER, Joachim, A Snapshot on Crowdfunding, [s.l.]: Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI, 2011, p 17.

<sup>71</sup> AHLERS *et al*, *op cit*, p 5. De acordo com WILSON e TESTONI, o fator essencial para distinguir o *equity crowdfunding* de outras modalidades de financiamento reside na utilização de plataformas electrónicas (WILSON; TESTONI, *op cit*, p 4).

<sup>72</sup> HEMINWAY, *op cit*, p 829.

<sup>73</sup> Designadamente em atenção ao montante da oferta (cfr. Cap. 5).

<sup>74</sup> AHLERS *et al*, *op cit*, p 8.

<sup>75</sup> WILSON; TESTONI, *op cit*, p 1.

É ao *crowdfunding* de capital que dedicamos o resto desta dissertação.

#### **4. EM PARTICULAR: DO CROWDFUNDING DE CAPITAL**

Depois de um arranque marcado por vários obstáculos legais,<sup>76</sup> o *crowdfunding* de capital tem vindo a experimentar um crescimento extraordinário enquanto meio alternativo de financiamento.<sup>77</sup>

Tal crescimento assenta principalmente na importância que o *crowdfunding* de capital pode assumir no financiamento das empresas de menor dimensão. De facto, este tipo de empreendimentos debate-se, frequentemente, com dois problemas – a ineficiência informativa decorrente da falta de contacto entre fontes de financiamento e oportunidades de investimento, e os obstáculos no acesso às fontes de financiamento mais tradicionais – e o *crowdfunding* de capital propõem-se, como veremos, a responder-lhes.<sup>78</sup>

Apesar do seu potencial para cobrir o *financing gap* experimentado pelos empreendimentos de menor dimensão, o *crowdfunding* de capital não deixa, porém, de envolver riscos muito significativos para os investidores que se propõem a participar nesta modalidade de financiamento. O presente capítulo procura ilustrar as características do financiamento colaborativo de capital, ilustrando tanto os riscos que podem advir desta modalidade de financiamento, como a importância que esta pode assumir para empreendedores e investidores.

##### **4.1 Caracterização do crowdfunding de capital**

Apesar de ainda ser um fenómeno pouco trabalhado pela doutrina, o *crowdfunding* – e, em particular, o *crowdfunding* de capital – tem sido alvo de alguns estudos empíricos que o procuram caracterizar enquanto fenómeno económico. Essa caracterização é essencial para

---

<sup>76</sup> Incluindo as limitações relativas ao lançamento de ofertas públicas e ao número de acionistas das empresas (cfr. BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 8).

<sup>77</sup> AHLERS *et al*, *op cit*, p 1.

<sup>78</sup> BRADFORD, *op cit*, pp 100-104.

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 provavelmente uma decorrência do facto de as chamadas de capital feitas no seu âmbito terem uma multiplicidade de destinatários. Por esse motivo, é frequente verificar-se que a contribuição de cada investidor numa campanha de *crowdfunding* é muito reduzida. Isto leva a que as campanhas de *crowdfunding* de capital, em particular, conduzam à formação de bases acionistas dispersas, em que os acionistas podem sentir dificuldade em coordenar-se ou em aceder a informação sobre a empresa e os termos em que ela é gerida.

Adicionalmente, cumpre notar que o *crowdfunding* é geralmente apontado como uma modalidade de financiamento não constringida geograficamente.<sup>79</sup> Isto significa que podem mediar grandes distâncias entre os investidores e os beneficiários de uma campanha de *crowdfunding*, em contraste com a situação geralmente atravessada 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*.<sup>80</sup>

Por outro lado, e apesar de não ser constringido por fatores geográficos, as contribuições angariadas através do *crowdfunding* tendem a concentrar-se num pequeno número de projetos, e nas mesmas geografias em que as fontes tradicionais de financiamento apostam.<sup>81</sup>

Cumpre, ainda, acentuar que a probabilidade de financiamento angariado através de campanhas de *crowdfunding* parece aumentar com o capital acumulado,<sup>82</sup> particularmente à

---

<sup>79</sup> AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi, *The Geography of Crowdfunding*, [s.l.]: National Bureau of Economic Research, 2011. 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 (cfr. AHLERS *et al*, *Signaling in equity crowdfunding*, p 28).

<sup>80</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, Working Paper 19133, p 20.

<sup>81</sup> *Ibid*, p 5.

<sup>82</sup> *Ibid*, p 4.

medida a que o final da campanha se aproxima.<sup>83</sup> Finalmente, importa notar que tanto os empreendedores como os investidores tendem a ser demasiado otimistas sobre o futuro dos empreendimentos financiados através do *crowdfunding*.<sup>84</sup>

Este otimismo é particularmente surpreendente no caso do financiamento colaborativo de capital, uma vez que esta modalidade é caracterizada por uma amplificação do nível da assimetria informativa entre empreendedores e investidores que sempre se verifica no âmbito do *crowdfunding*.<sup>85</sup> 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 termo<sup>86</sup>, ou da probabilidade de um empreendedor ser capaz de pagar determinada dívida<sup>87</sup>, mas antes com a antecipação do valor da empresa como um todo, incluindo da sua capacidade de gerar rendimentos futuros.<sup>88</sup>

#### **4.2 Riscos inerentes ao *crowdfunding* de capital**

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

---

<sup>83</sup> 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*, p 6, por referência a KUPPUSWAMY, Venkat; BAYUS, Barry L., *Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter*, Rochester, NY: SSRN, 2015).

<sup>84</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 5.

<sup>85</sup> *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* (BRADFORD, *op cit*, p 99).

<sup>86</sup> Caso típico do *crowdfunding* com recompensa.

<sup>87</sup> Caso típico do *crowdfunding* por empréstimo.

<sup>88</sup> EUROPEAN COMMISSION DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, *op cit*, p 5.

A fase correspondente à angariação de financiamento através da campanha de *crowdfunding*, em particular, é marcada pela probabilidade de financiamento aumentar com o capital acumulado e com a aproximação do final da campanha de *crowdfunding*, e 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.

A presente dissertação prossegue com uma análise dos riscos experimentados pelos investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital em cada uma destas fases.

#### **4.2.1 Fase da campanha**

Durante o período em que decorre uma campanha de financiamento colaborativo de capital, os investidores que nela participam correm, sobretudo, o risco de valorizarem 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 avaliarem 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 todo.<sup>89</sup>

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

---

<sup>89</sup> 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.

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 têm períodos de vida mais curtos. 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.

Assim, o nível de incerteza no *crowdfunding* de capital é muito mais significativo do que o encontrado noutras modalidades de *crowdfunding*, na medida em que se pede ao investidor que avalie a capacidade de determinado empreendedor gerar valor para os acionistas da empresa financiada, e na medida em que essa avaliação é muito difícil.<sup>90</sup>

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 qualificados<sup>91</sup> que dificilmente estão em condições de levar a cabo tarefa tão complexa<sup>92</sup> - ao contrário do que acontece com fontes de financiamento mais tradicionais (tais como os bancos).<sup>93</sup> À falta de conhecimento soma-se, ainda, a tendência dos investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital para serem demasiado otimistas e incorrerem noutros *biases*<sup>94</sup> identificados pelo ramo da economia de comportamento.<sup>95</sup>

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

---

<sup>90</sup> WILSON; TESTONI, *op cit*, p 3.

<sup>91</sup> De acordo com AHLERS, é especialmente provável que os pequenos investidores do *crowdfunding* tenham pouca experiência na avaliação deste tipo de investimentos (AHLERS *et al*, *op cit*, p 17).

<sup>92</sup> EUROPEAN COMMISSION DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, *op cit*, p 6.

<sup>93</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 6.

<sup>94</sup> O risco de *herding* é ilustrado pelo facto de a probabilidade de financiamento aumentar com o capital acumulado (*Ibid*, p 30).

<sup>95</sup> 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 (cfr. AHLERS *et al*, *op cit*, p 29).

de investimento esclarecida, e, designadamente, o risco de que estes sejam expostos a informação que não seja completa ou verdadeira. Este risco é comumente referido pela doutrina estrangeira como “*risco de fraude*”, considerando-se que o *crowdfunding* (especialmente na medida em que for pouco regulado), pode revelar-se o cenário ideal para enganar investidores. Este risco é ainda agravado pela ausência de interações repetidas tipicamente verificada 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.<sup>96</sup>

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 na posse da informação necessária, sobrevalorizarem os benefícios que lhes são devidos em troca do seu esforço de financiamento. Ainda que se possa dizer que estes riscos são comuns a outros meios de financiamento, é geralmente reconhecido que os investidores em campanhas de *crowdfunding* estão sujeitos a um grau pouco usual de risco.<sup>97</sup> 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* que podem influenciar negativamente as decisões de financiamento dos investidores nelas participantes.

#### **4.2.2 Fase da governação da sociedade financiada**

Os riscos experienciados pelos investidores durante a fase inicial em que decorrem as campanhas de financiamento colaborativo são experimentados em maior ou menor grau em todas as campanhas de *crowdfunding*, na medida em que o risco de sobrevalorização da empresa alvo de financiamento é uma mera expansão do risco de sobrevalorização dos projetos verificado noutros tipos de *crowdfunding*, e na medida em que o risco de fraude é

---

<sup>96</sup> ARAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 19.

<sup>97</sup> *Ibid*, p 7.

comum a todas as modalidades de *crowdfunding*, sem prejuízo de se verificar com particular acuidade no financiamento colaborativo de capital.

A governação da sociedade financiada apenas afeta 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 na qualidade de participantes do respetivo capital social.<sup>98</sup>

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 agência de que se ocupa a *corporate governance* conta-se, em particular, a relação entre os sócios (na qualidade de principais) e os gestores (na qualidade de agentes). O estabelecimento deste tipo de relação deriva, fundamentalmente, da delegação da administração ordinária da sociedade em pessoas diferentes dos respetivos sócios.

O problema (de agência) que resulta desta delegação deriva da assimetria informativa que existe entre sócios e gestores, e, bem assim, do facto de os primeiros não conseguirem monitorizar adequadamente a atuação dos últimos.<sup>99</sup> A importância desta monitorização assenta no facto de os objectivos 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 administradores podem ter outros objectivos em vista.<sup>100</sup> Por esse motivo, quaisquer falhas de monitorização tenderão a ser aproveitadas pelos administradores

---

<sup>98</sup> 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 *indirectamente* 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 indirectamente a sua capacidade para entregar os benefícios devidos no âmbito do financiamento colaborativo por recompensa.

<sup>99</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd Edition. New York: Harvourt, Brace and World, 1967).

<sup>100</sup> Os interesses da gestão traduzem-se, com frequência, na adopção de estratégias que privilegiam o curto-prazo (SYKES, Allen, *Proposals for a Reformed System of Corporate Governance to Achieve Internationally Competitive Long-Term Performance*, in: DIMSDALE, Nicholas; PREVEZER, Martha (Orgs.), *Capital Markets and Corporate Governance*, [s.l.]: Oxford University Press, 1994, p. 111–127).

para o desenvolvimento de comportamentos oportunistas conducentes à maximização do seu próprio bem-estar em detrimento do dos sócios.<sup>101</sup>

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 as campanhas de *crowdfunding* de capital dão, tipicamente, origem a empresas com estrutura acionista dispersa (tanto em termos de capital, como geográficos). Isto significa que os investidores em campanhas de *crowdfunding* terão poucos incentivos para votar de modo informado, e poucos meios para se coordenarem com outros investidores – o que desqualifica o direito de voto como 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 administração existente – constituindo, deste modo, num meio para alinhar as motivações dos administradores de uma sociedade comercial com os 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 conseqüente iliquidez prejudicam significativamente a validade deste mecanismo de governação societária.<sup>102</sup>

---

<sup>101</sup> BOATRIGT, John R., *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice*, [s.l.]: John Wiley & Sons, 2010.

<sup>102</sup> BRADFORD, *op cit*, p 108.

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).<sup>103</sup>

### **4.3 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 algum espanto.<sup>104</sup> A verdade, porém, é que o *crowdfunding* de capital apresenta, também, uma série de traços que o tornam popular junto de investidores e empreendedores.

#### **4.3.1 Importância 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 social.<sup>105</sup>

---

<sup>103</sup> Os bancos desempenham um papel importante na seleção das empresas e projetos com sustentabilidade financeira e, bem assim, na governação dos empreendimentos que financiam (TRANTIS, George; DANIELS, Ronald, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, University of Pennsylvania - Departmental Papers (Law School), pp 1073–1113, 1995). Também os investidores de capital de risco são reconhecidamente interventivos na governação dos empreendimentos que financiam.

<sup>104</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 1.

<sup>105</sup> BELLEFLAMME; LAMBERT; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 1.

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 investidores.<sup>106</sup>

Finalmente, o *crowdfunding* providencia aos investidores mais próximos do empreendedor uma formalização do financiamento 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*.<sup>107</sup>

#### **4.3.2 Importância para os empreendedores**

Já os empreendedores que recorrem ao *crowdfunding* beneficiam, sobretudo, do acesso a uma fonte de financiamento previamente inexistente, sendo especialmente importante para investidores 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 financiamento.<sup>108</sup>

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 constringidos geograficamente. O fluxo de capital facilitado pelo *crowdfunding* potencia, ainda, a geração de emprego, a inovação e o crescimento da economia real.<sup>109</sup>

---

<sup>106</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 6.

<sup>107</sup> *Ibid*, p 15.

<sup>108</sup> *Ibid*, p 12.

<sup>109</sup> *Ibid* pp 31-34.

Os benefícios associados ao financiamento colaborativo têm levado a que a noção de que o *crowdfunding* deve ser encorajado seja hoje comum entre a doutrina.<sup>110</sup> 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, esta dissertação 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.

## **5. ENQUADRAMENTO LEGAL APLICÁVEL AO CROWDFUNDING DE CAPITAL EM PORTUGAL**

Na UE, o surgimento e crescimento inicial do *crowdfunding* de capital parecem resultar de três factores concorrentes: a inexistência de um regime comunitário unificado aplicável ao financiamento coletivo de capital, o grau de liberdade conferido aos Estados Membros pela Diretiva dos Prospetos, e o facto de a maioria das jurisdições ter hesitado em fazer uso desse grau de liberdade para regular esta modalidade de *crowdfunding*.<sup>111</sup>

Deste modo, o *crowdfunding* de capital desenvolveu-se, ao nível da UE, no espaço deixado por um vazio legal que veio dar origem a diferentes modelos de estruturação desta modalidade de financiamento.<sup>112</sup> Os últimos anos assistiram, contudo, ao aparecimento de um consenso no sentido de que os benefícios desta forma de financiamento são contrabalançados por riscos muito significativos; o crescimento do *crowdfunding* de capital pode ser muito benéfico para a economia, mas a sua não regulação – principalmente na medida em que conduza a situações de fraude – pode rapidamente converter esse crescimento em fracasso.

---

<sup>110</sup> *Ibid*, pp 38-39.

<sup>111</sup> HORNUF; SCHWIENBACHER, *op cit*, p 7.

<sup>112</sup> Entre as estruturas 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 (SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *op cit*, p 6).

Por esse motivo, o vazio legal em que atuava o *crowdfunding* de capital tem vindo a ser preenchido por vários dos Estados Membros da UE – incluindo, recentemente, Portugal.

### **5.1 Os valores em tensão na regulação do *crowdfunding***

Em atenção aos benefícios e riscos associados ao *crowdfunding* de capital, é fácil de ver que a regulação desta modalidade de financiamento colaborativo assenta na procura de um equilíbrio entre dois valores (aparentemente) conflitantes: a estimulação da economia, e a proteção dos investidores.<sup>113</sup>

De modo simplista, esta tensão pode ser explicada da seguinte forma: 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 proteger mais os 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 assim. A confiança dos investidores é uma 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 ineficiente.<sup>114</sup>

---

<sup>113</sup> BRADFORD identifica a proteção dos investidores e a formação de capital como os dois objetivos (por vezes) conflitantes que devem ser equilibrados no âmbito da regulação do *crowdfunding* (BRADFORD, *op cit*, p 98).

<sup>114</sup> AKERLOF, George A., The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, pp 488–500, 1970.

Por este motivo, o *crowdfunding* de capital só consegue ser um 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 assegurem uma minimização das situações de fraude. Na medida em que os empreendedores possam não ter incentivos ou meios suficientes para assegurar a proteção dos investidores, esse papel deve ser desempenhado pela regulação.<sup>115</sup>

## **5.2 O enquadramento comunitário**

Apesar de a CE estar consciente do potencial e riscos associados ao *crowdfunding*, esta forma de financiamento não foi, ainda, sujeita a um regime regulatório específico de cariz comunitário.<sup>116</sup> Deste modo, ao *crowdfunding* são unicamente aplicáveis as diretivas e regulamentos comunitários que governam a atuação da generalidade dos agentes de mercado no espaço comunitário.

Dois diplomas comunitários, em particular, são importantes para ilustrar o conjunto de regras comunitárias a que o *crowdfunding* está sujeito: a DMIF, aplicável às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* na qualidade de intermediários financeiros, e a DP.

A DP, em especial, é aplicável às campanhas de *crowdfunding* na medida em que tais campanhas implicam, por definição, uma comunicação dirigida a um conjunto alargado de pessoas, as quais são tipicamente classificadas, no âmbito da DP, de ofertas públicas.<sup>117</sup>

A aplicação da DP às ofertas públicas conhece, porém, algumas exceções. Para efeitos da presente análise, importa notar, em especial, que ela não é aplicável aos valores mobiliários incluídos numa oferta de valor total inferior a €5.000.000 (calculado ao longo de

---

<sup>115</sup> Veja-se, em particular, que os sinais que podem ser espontaneamente dados por um beneficiário do *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 (cfr. AHLERS *et al*, *op cit*, p 19).

<sup>116</sup> COMISSÃO EUROPEIA, *op cit*, pp 13-14.

<sup>117</sup> De acordo com o Art 2º nº1 d) da DP, uma oferta pública de valores mobiliários é “*uma comunicação ao público, independentemente da forma e dos meios por ela assumidos, que apresente informações suficientes sobre as condições da oferta e os valores mobiliários em questão, a fim de permitir a um investidor decidir sobre a aquisição ou subscrição desses valores mobiliários*”.

um período de 12 meses).<sup>118</sup> Isto significa que os Estados Membros da UE têm uma margem significativa para determinar as obrigações impostas aos emitentes de ofertas públicas de valor inferior.<sup>119</sup>

Na medida em que as vantagens associadas ao *crowdfunding* 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 €5.000.000 que interessa consagrar um regime especial que, favorecendo o acesso ao financiamento em termos menos onerosos que os impostos pela DP, não deixe de proteger os investidores.

O tratamento legislativo do *crowdfunding* surge, assim, em complemento ao tratamento dos financiamentos de valor superior a €5.000.000 – aos quais se aplica sempre, por imposição comunitária, o regime mais exigente da DP.

### **5.3 A solução portuguesa**

#### **5.3.1 O Código dos Valores Mobiliários**

Em Portugal, o pano de fundo para a regulação do *crowdfunding* de capital é o CVM, que transpõe, entre outros diplomas, a DMIF e a DP; o CVM trata tanto a categoria de ofertas públicas de valores mobiliários em que se podem inserir as campanhas de *crowdfunding* de capital, como a categoria das sociedades abertas a que presumivelmente se reconduzem as empresas financiadas através do *crowdfunding* de capital, como, enfim, a atividade de intermediação financeira prosseguida pelas plataformas de *crowdfunding*. Vamos por partes:

O Art 109º nº1 do CVM define oferta pública como a “*oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados*”<sup>120</sup>, acrescentando, ainda, o nº3 do mesmo artigo que também é pública “*a oferta precedida ou acompanhada*

---

<sup>118</sup> Art 1º nº2 h) da DP.

<sup>119</sup> Sendo certo, porém que, nos termos do Art 3º nº 1 e) da DP, os Estados Membros não podem, em quaisquer circunstâncias, sujeitar as ofertas de valores mobiliários com um valor total inferior a €100.000 à obrigação de publicação de prospeto.

<sup>120</sup> Art 109º nº1 do CVM.

(...) de promoção publicitária”,<sup>121</sup> e, em qualquer caso, “a oferta dirigida, a pelo menos, 150 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal”.<sup>122</sup>

Na medida em que uma campanha de *crowdfunding* se dirija a uma multiplicidade de destinatários indeterminados, ou, em qualquer caso, a um número 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, sempre se diga que a generalidade das campanhas de *crowdfunding* é, pela sua própria natureza, acompanhada de promoção publicitária no seio das plataformas de *crowdfunding*.<sup>123</sup>

A classificação de oferta pública acarreta, tipicamente, a sujeição às obrigações constantes do Título III do CVM – e, designadamente, à onerosa obrigação de emissão de prospeto.<sup>124</sup> O Art 111º nº 1 do CVM determina, porém, que determinadas ofertas são excetuadas do âmbito de aplicação dessas obrigações. Entre as exceções elencadas pelo Art 111º nº1 do CVM conta-se uma, em particular, que faz uso da liberdade conferida pelo legislador comunitário quando determinou que a DP não é aplicável aos valores mobiliários incluídos numa oferta pública inferior a €5.000.000.<sup>125</sup> Assim, nos termos do Art 111º nº1 i), tais ofertas estão dispensadas das obrigações constantes do Título III do CVM.

Assim sendo, e mesmo não restando dúvidas de que a generalidade das campanhas de financiamento colaborativo de capital podem 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 encontrem sujeitas ao regime constante do Título III do CVM, por não ultrapassarem os €5.000.000.

---

<sup>121</sup> Art 109º nº3 b) do CVM.

<sup>122</sup> Art 109º nº3 c) do CVM.

<sup>123</sup> Admite-se que uma campanha de *crowdfunding* possa ser concebida em termos tais que os seus destinatários sejam apenas investidores qualificados (nos termos da listagem dada pelo Art 30º do CVM) e que, nesses termos, possa ser antes reconduzida à categoria de oferta particular de acordo com o Art 110º do CVM, mas somos da opinião que a maior parte das campanhas de financiamento colaborativo de capital virá a merecer a qualificação de oferta pública.

<sup>124</sup> Arts. 134º a 155º do CVM.

<sup>125</sup> Art 1º nº2 h) da DP.

Num segundo plano, parece, ainda, certo que uma sociedade financiada através do *crowdfunding* de capital poderá vir a ser classificada de sociedade aberta nos termos do Art 13º 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 a ser objeto de uma oferta pública de venda ou troca.<sup>126</sup>

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* será reconduzida à atividade de intermediação financeira, na medida em que estas plataformas prestam “*serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros*”<sup>127</sup> – entendendo-se, designadamente, como tal “*a recepção e transmissão de ordens por conta de outrem*”,<sup>128</sup> incluindo “*a colocação em contacto de dois ou mais investidores com vista à realização de uma operação*”.<sup>129</sup> Sendo certo que o tipo de atuação desempenhado pelas plataformas de *crowdfunding* só pode ser prosseguido, a título profissional, por intermediários financeiros<sup>130</sup>, e que são classificados de intermediários financeiros, nos termos do Art 293º nº1 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*”, parece certo que as entidades gestoras das plataformas de *crowdfunding* de capital devem, nos termos do CVM,<sup>131</sup> proceder

---

<sup>126</sup> Art 13º nº1 a), b) e d) do CVM.

<sup>127</sup> Art 289º nº1 a) do CVM.

<sup>128</sup> Art 290º nº1 a) do CVM.

<sup>129</sup> Art 290º nº2 do CVM.

<sup>130</sup> Art 289º nº 2 do CVM.

<sup>131</sup> E, como veremos, nos termos do RJFC.

ao respetivo registo enquanto intermediários financeiros, e estão, nesses termos, sujeitas às obrigações constantes do Título VI do CVM (e que decorrem da transposição da DMIF).

Aqui chegados estamos, pois, em condições de concluir que a generalidade das campanhas de *crowdfunding* de capital é reconduzível à categoria de oferta pública, mas, também, que as campanhas que não ultrapassem os €5.000.000 (num período de 12 meses) estão em condições de beneficiar da exceção que afasta a aplicação do regime das ofertas públicas. Concluímos, ainda, que as sociedades financiadas através do *crowdfunding* integrarão, em muitos casos, a categoria de sociedades abertas (estando sujeitas ao respetivo regime) e, finalmente, que as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* se devem registar como intermediários financeiros e obedecer aos deveres constantes do CVM.

Em última análise, tanto o regime aplicável às sociedades abertas, como as obrigações decorrentes do estatuto de intermediário financeiro contribuem para encarecer o recurso ao *crowdfunding* de capital – contribuindo, porém, igualmente, para proteger os investidores e (posteriores) sócios da sociedade aberta assim financiada. Já a (potencial) dispensa da aplicação das pesadas obrigações do Título III do CVM contribui para tornar o *crowdfunding* numa alternativa de financiamento 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 não qualificados – demasiado expostos aos riscos decorrentes desta modalidade de financiamento.

Assim, em Portugal, a margem comunitária dada pela DP,<sup>132</sup> e o vazio legal deixado pela exceção constante do CVM deram recentemente lugar ao Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo: uma lei de carácter especial que será, a breve trecho, complementada por regulamento a aprovar pela CMVM.

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

---

<sup>132</sup> É, de resto, no âmbito desta margem comunitária que têm surgido as regulações do *crowdfunding* adotadas um pouco por toda a UE.

### **5.3.2 O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo e a Proposta de Regulamento da CMVM**

Apesar de ter sido já aprovada, e de estar já parcialmente em vigor a lei que contem o RJFC, o *crowdfunding* de capital é, presentemente, regulado em exclusivo pelo CVM. Tal acontece porque, nos termos do Art 25º do RJFC, as disposições relativas ao financiamento colaborativo de capital constantes do referido regime jurídico apenas entram em vigor aquando da entrada em vigor do regulamento da CMVM que as vem densificar. Neste âmbito, apresentou já a CMVM um Projeto de Regulamento relativo ao financiamento colaborativo, sujeito ao processo de Consulta Pública nº 7/2015 (“PR da CMVM”).

Mesmo não tendo ainda entrado em vigor o RJFC, e ainda que o regulamento da CMVM permaneça, por enquanto, um projeto, debruçamo-nos aqui sobre aquele que será, previsivelmente, o enquadramento jurídico a aplicar ao *crowdfunding* de capital em Portugal.

#### 5.3.2.1 Escopo de aplicação

O RJFC define o enquadramento jurídico<sup>133</sup> aplicável a todas as modalidades de financiamento colaborativo identificadas no Cap. 3 da presente tese,<sup>134</sup> sem prejuízo da aplicação às relações jurídicas subjacentes a cada modalidade de *crowdfunding* (e, designadamente, dos regimes aplicáveis à emissão e transação de valores mobiliários).<sup>135</sup>

Isto significa que o RJFC se aplica a todas as atividades de angariação de financiamento que se enquadrem na (problemática) definição do seu Art 2º, i.e., independentemente de estas poderem não levantar nenhum problema jurídico carecido de tratamento legislativo especial,<sup>136</sup> 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).

---

<sup>133</sup> Art 1º do RJFC.

<sup>134</sup> Art 1º e 3º do RJFC.

<sup>135</sup> Art 10º nº1. do RJFC.

<sup>136</sup> Como é o caso das modalidades de financiamento colaborativo através de donativo e com recompensa.

O escopo do RJFC é, nestes termos, criticável por três razões: primeiro porque se baseia numa definição infeliz de *crowdfunding*, segundo porque contribui para onerar desnecessariamente o recurso a modalidades de *crowdfunding* que se encontram já suficientemente reguladas, e terceiro porque o seu (descuidado) alargamento a *todos* os tipos de financiamento prosseguidos através de plataformas electrónicas conduz, quando conjugado com o Art 18º do RJFC, aos resultados anacrónicos que descrevemos a propósito da análise das limitações ao conteúdo das ofertas de *crowdfunding*.<sup>137</sup>

Delimitado e criticado o âmbito de aplicação do RJFC, apreciamos, de seguida, o âmbito de aplicação do PR da CMVM. A este propósito, o Art 1º do PR da CMVM apenas nos diz que este “*desenvolve*” o regime previsto no RJFC – sem mais. Seria, assim, de pensar, à primeira vista, que o escopo de aplicação do PR da CMVM coincidiria com o escopo de aplicação do RJFC.<sup>138</sup> Admitimos, contudo, que o PR da CMVM seja exclusivamente aplicável às modalidades de financiamento colaborativo de capital.

A nossa interpretação decorre do facto de o referido projeto ter como título “Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo”, e, principalmente, do facto de a CMVM ter a sua missão limitada à regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros e das entidades que neles atuam.<sup>139</sup> Somos, em qualquer caso, da opinião que o Art 1º do PR da CMVM poderia beneficiar de uma definição mais precisa do respetivo âmbito de aplicação.

#### 5.3.2.2 Medidas de proteção dos investidores

Como tivemos ocasião de verificar, os investidores que participam no *crowdfunding* de capital experimentam riscos significativos tanto na fase da campanha, como, posteriormente, durante a vida da empresa financiada.

---

<sup>137</sup> Cfr. Cap. 5.3.2.

<sup>138</sup> Na verdade, o Art 1º do Projeto da CMVM (que estabelece o objeto do diploma) não restringe o seu âmbito de aplicação a nenhuma modalidade de *crowdfunding* em particular e o próprio RJFC faz várias remissões para o Regulamento da CMVM a propósito de disposições que não parecem limitar-se a tipos específicos de *crowdfunding*.

<sup>139</sup> Art 4º nº1 dos Estatutos da CMVM.

O RJFC e o PR da CMVM procuram proteger os investidores desses riscos através de um conjunto de medidas dirigidas a regular a atuação das plataformas electrónicas de *crowdfunding*, os deveres dos beneficiários das campanhas de *crowdfunding*, o conteúdo das ofertas financiadas pelo *crowdfunding* de capital, e, por fim, a atuação dos investidores em campanhas de financiamento colaborativo de capital.

A presente dissertação 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 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.

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

O RJFC e o PR da CMVM dedicam uma série de artigos à regulação da atividade das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding*.<sup>140</sup> No caso específico das entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de capital, o Art 15º do RJFC impõe a obrigação de registo junto da CMVM como condição prévia ao acesso à atividade (nº1), e estabelece a responsabilidade da CMVM pela organização da respetiva supervisão (nº2). O Art 16º do PR da CMVM requer, ainda, o registo das plataformas de financiamento colaborativo como intermediários financeiros nos termos dos Arts. 289º e seguintes do CVM, confirmando o entendimento de que estas plataformas devem, de facto, atuar nesta qualidade (estando, nesses termos, sujeitas ao regime do CVM nos termos acima expostos).

Uma vez registada nessa qualidade, uma entidade gestora de plataforma de *crowdfunding* passa a integrar uma lista atualizada disponibilizada no *website* da CMVM.<sup>141</sup> A partir desse momento, a entidade gestora de plataforma de financiamento colaborativo

---

<sup>140</sup> Ao contrário do PR da CMVM, 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 PR da CMVM, as disposições do RJFC sejam lidas como se fossem dirigidas às entidades titulares deste tipo de plataformas nos termos do Art 4º do RJFC.

<sup>141</sup> Art 8º do PR da CMVM.

passa a estar sujeita a uma série de obrigações entre as quais figura o dever de assegurar o acesso dos investidores a toda a informação relevante para a tomada de decisões de investimento esclarecidas nos termos do Art 14º do RJFC<sup>142</sup> (utilizando, para esse efeito, as informações que lhes forem prestadas pelas entidades beneficiárias do *crowdfunding* nos termos do Art 15º do PR da CMVM).<sup>143</sup>

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 investidores.<sup>144</sup>

O RJFC tem, ainda, a preocupação de prevenir a existência de conflitos de interesse protagonizados pelas entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding*.<sup>145</sup> Neste âmbito, o Art 5º do RJFC proíbe as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* de fornecer aconselhamento ou recomendações, bem como de gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários.<sup>146</sup> 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 fraude.<sup>147</sup>

As obrigações aplicáveis às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* em matéria de prestação de informações, prevenção de conflitos de interesses e prevenção de situações de fraude são, ainda, complementados por uma série de normas de organização interna e normas de conduta.<sup>148</sup>

---

<sup>142</sup> Art 5º nº1 a) do RJFC.

<sup>143</sup> Acrescente-se, de resto, que o PR da CMVM 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 recepção e tomada de conhecimento pelos investidores (cfr. Art 18º nº1 do PR da CMVM).

<sup>144</sup> Art 17º nº2 do RJFC.

<sup>145</sup> Art 5º do RJFC. Também o Art 11º estabelece que as entidades gestoras plataformas de *crowdfunding* se devem organizar por forma a identificar e prevenir possíveis conflitos de interesse.

<sup>146</sup> Art 5º nº2 a) e c) do RJFC.

<sup>147</sup> Art 16º do RJFC e Art 10º c) do PR da CMVM.

<sup>148</sup> Cfr. Arts. 10º, 11º e 12º do RJFC.

Do exposto resulta o *crowdfunding* é marcado pela intervenção de um intermediário financeiro sujeito, nessa qualidade, aos deveres constantes do Título IV do CVM: a entidade gestora da plataforma que intermedia a campanha de *crowdfunding*. Aos deveres decorrentes do CVM para as entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* somam-se, ainda, os deveres decorrentes do RJFC e do Projeto da CMVM; nesses termos, tais entidades acabam por estar sujeitas a mais deveres que a generalidade dos intermediários financeiros.

As entidades gestoras de plataformas electrónicas assumem-se, assim, como importantes *gate keepers* do investimento em *crowdfunding*, 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 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 com recurso 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 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 capital.<sup>149</sup>

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

O RJFC e o PR da CMVM 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, com os investidores participantes nas campanhas de financiamento colaborativo de capital.

---

<sup>149</sup> 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 adequado entre a minimização dos custos administrativos de lançamento de uma campanha de *crowdfunding* e a proteção dos investidores (AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*). Este incentivo é 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 Art 20º do PR da CMVM).

Assim, o RJFC exige que a relação entre os beneficiários do *crowdfunding* e as entidades gestoras de plataformas seja titulada por contrato escrito,<sup>150</sup> e pautada por um fluxo de informação contínuo.<sup>151</sup>

Este fluxo de informação contínuo inclui, em primeira instância, informação relativa à natureza e identidade dos beneficiários das campanhas de *crowdfunding*<sup>152</sup> – somando-se-lhe, ainda, a descrição da atividade ou produto a financiar, e dos fins do financiamento, o montante e o prazo para a angariação,<sup>153</sup> o preço dos valores de cada unidade a subscrever ou a forma de determinação desse preço, e, bem assim, outros elementos a definir em regulamento da CMVM.<sup>154</sup>

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,<sup>155</sup> e que deve conter as “*informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo*”: o IFIFC.<sup>156</sup> O IFIFC inclui, ainda, uma série de advertências dirigidas aos consumidores<sup>157</sup> e

---

<sup>150</sup> Art 6º nº1 do RJFC.

<sup>151</sup> Art 7º nº2 do RJFC. Também de acordo com o Art 17º nº 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.

<sup>152</sup> Art 7º nº2 do RJFC.

<sup>153</sup> Art 19º nº1 do RJFC. Ainda de acordo com o nº 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 PR da CMVM define 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).

<sup>154</sup> Art 19º do RJFC.

<sup>155</sup> Art 18º nº1 do PR da CMVM.

<sup>156</sup> Art 17º nº1 do PR da CMVM.

<sup>157</sup> Art 17º nº2 do PR da CMVM.

deve ser mencionado em quaisquer ações publicitárias relativas a ofertas feitas no âmbito de campanhas de *crowdfunding* de capital.<sup>158</sup>

No final do dia 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 oferta,<sup>159</sup> em termos que assegurem o carácter informado de quaisquer decisões de investimento tomadas no âmbito de uma campanha de *crowdfunding*.<sup>160</sup>

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 de os respetivos relatórios de atividade (os quais devem ser igualmente disponibilizados para consulta pelos investidores).<sup>161</sup> Esta obrigação complementa o disposto no Art 7º nº2 do RJFC que estabelece a obrigação de os beneficiários do financiamento colaborativo manterem a informação relativa à sua identificação e natureza jurídica atualizada junto das plataformas electrónicas de *crowdfunding*.

Em última análise, e apesar da formulação confusa de alguns dos artigos dedicados a regular as obrigações de informação devidas aos investidores pelos beneficiários das campanhas de *crowdfunding*, consideramos que vários aspectos das medidas descritas 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 capital.<sup>162</sup>

---

<sup>158</sup> Art 19º do PR da CMVM.

<sup>159</sup> Art 17º nº 3 do PR da CMVM.

<sup>160</sup> Art 17º nº1 do RJFC e Art 15º do PR da CMVM.

<sup>161</sup> Art 17º nº2 do RJFC.

<sup>162</sup> Nos termos de um estudo de AHLERS, o sucesso do *crowdfunding* de capital depende significativamente da disponibilização de informação prospetiva, designadamente sobre as perspectivas financeiras da

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 *crowdfunding* em níveis aceitáveis (e que permitam a sua viabilização enquanto forma 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 a certificação externa.<sup>163</sup> A utilização de formulário, em particular, não só permite reduzir 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*.<sup>164</sup>

Por outro lado, e ainda que a imposição de advertências aos consumidores no âmbito do IFIFC seja louvável, 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 capital.<sup>165</sup> 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 escritos.<sup>166</sup>

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

---

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 da existência de planos de saída que lhes permitam vender as suas ações nalguma altura (AHLERS *et al*, *op cit*, pp 1-3)

<sup>163</sup> De acordo com AHLERS, a certificação externa da informação prestada no âmbito de uma campanha de *crowdfunding* tem um impacto pouco significativo no seu sucesso (*Ibid*).

<sup>164</sup> BRADFORD, *op cit*, p 143.

<sup>165</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 27.

<sup>166</sup> BRADFORD, *op cit*, p 139.

A par com os deveres de informação que se lhes referem, também o próprio conteúdo das ofertas feitas no âmbito das campanhas de *crowdfunding* é regulado pelo RJFC e pelo PR da CMVM. Assim, o RJFC determina que as ofertas disponibilizadas através do *crowdfunding* de capital estão sujeitas a limites máximos de angariação.<sup>167</sup> O Art 20º do PR da CMVM define estes limites máximos nos seguintes termos:<sup>168</sup>

	Ofertas destinadas a ser subscritas por a) pessoas coletivas, ou por b) pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €100.000	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 acompanha o PR da CMVM, 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) tem em vista “*limitar o acesso do financiamento colaborativo a investidores que reúnam as condições mais adequadas para aceder a este tipo de atividade*”.

Concorda-se que o acesso ao financiamento colaborativo de capital *por parte dos investidores* deve 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 objetivo; esse é, antes, o papel das medidas constantes do Art 20º do RJFC (e a que cuja análise dedicamos a próxima secção).

Já as medidas consagradas pelo RJFC e pelo PR da CMVM 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 seu PR: por um lado, o de limitar o tipo de campanhas de *crowdfunding* legalmente admitidas (através da consagração dos limites ao montante da oferta propriamente

---

<sup>167</sup> Art 18º do RJFC.

<sup>168</sup> Art 20º nº2 do PR da CMVM.

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 Art 2º do RJFC – que define, sem mais, o *crowdfunding* como o tipo de financiamento feito “através do seu registo em plataformas electrónicas acessíveis através da Internet” –, o que o Art 18º do RJFC faz é restringir o tipo de ofertas públicas que podem ser intermediadas por plataformas electrónicas 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 é o de que nenhuma oferta pública sujeita às obrigações decorrentes do Título III do CVM pode ser objeto de uma campanha de *crowdfunding* intermediada por uma entidade gestora de plataforma electrónica, independentemente de essa entidade gestora ser um 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 electrónica – e essas entidades encontram-se, na verdade, sujeitas a um regime que é, como já vimos,<sup>169</sup> mais exigente que o aplicável à generalidade dos intermediários financeiros que, nos termos do Art 113º do CVM, devem intermediar as ofertas públicas sujeitas ao Título III do CVM.

Assim, o facto de o intermediário financeiro ser uma entidade gestora de plataforma electrónica não parece encerrar, em si mesmo, nenhum risco particular para os investidores, ou, em qualquer caso, nenhum risco que justifique a proibição, sem mais, da canalização de ofertas superiores a €5.000.000 através deste tipo particular de intermediário financeiro

---

<sup>169</sup> 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 electrónicas de *crowdfunding* nos termos do RJFC e do Regulamento da CMVM.

(especialmente na medida em que o lançamento dessas ofertas seja acompanhado do cumprimento das obrigações do Título III do CVM); antes pelo contrário.

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 coletivas, ou pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €100.000 passam a ser absolutamente proibidas se forem intermediadas por uma entidade gestora de plataforma electrónica – mas permanecem quase inteiramente desreguladas ao abrigo do CVM se, pelo contrário, não forem intermediadas por qualquer agente (e escaparem, por isso, à noção do Art 2º do RJFC e, conseqüentemente, ao âmbito de aplicação da proibição constante do Art 18º do mesmo diploma).

Somos da opinião que estes anacronismos são produto de uma compreensão errada de como deve ser regulado o *crowdfunding*. O *crowdfunding* não é um conceito jurídico que possa ser aprisionado numa definição e num regulamento jurídico próprio – mas uma realidade pré-existente que nasceu num vazio jurídico que urge regular: o das ofertas públicas de valor inferior a €5.000.000. Assim, ainda que o aparecimento deste tipo de ofertas tenha sido facilitado pelo aparecimento da Internet – saudando-se a sujeição deste tipo de plataformas ao regime dos intermediários financeiros – estas ofertas devem ser reguladas independentemente do meio através do qual são feitas.

Uma variação mais interessante desta disposição 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 o efeito de desencorajar comportamentos oportunistas.<sup>170</sup>

A segunda consequência do Art 18º do RJFC e do Art 20º do PR da CMVM 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

---

<sup>170</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 24.

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 Art 20º do RJFC (de que nos ocuparemos de seguida).

O único efeito decorrente da diferenciação feita pelo Art 18º 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 Art 18º do RJFC e do Art 20º do Projeto da CMVM 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 angariar.<sup>171</sup> 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 a 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

---

<sup>171</sup> 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 (Art 9º nº2 do RJFC), 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.

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 financeira,<sup>172</sup> e se aceita que um investidor com rendimento mais elevado está (tendencialmente) em melhores condições de lidar com os resultados de um investimento falhado,<sup>173</sup> 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 PR da CMVM nem faz depender os termos em que se aplica o seu Art 20º da existência de responsabilidade limitada.

Em conclusão, somos, assim, da opinião de que os limites ao montante das ofertas feitas no âmbito de campanhas de *crowdfunding* deviam ser excluídos do RJFC e do PR da CMVM. Em última análise, o legislador devia ter evitado delimitar o âmbito de aplicação do RJFC através de uma definição de financiamento colaborativo para depois estabelecer tectos máximos para a angariação de fundos através do *crowdfunding*: teria sido preferível formular um diploma jurídico especificamente aplicável à atividade de *crowdfunding* de capital destinada a angariar montantes inferiores a €5.000.000 (ficando a atividade de *crowdfunding* destinada a angariar montantes iguais ou superiores a €5.000.000 coberta pelo campo de aplicação do CVM).<sup>174</sup>

O RJFC contem, porém, outras limitações aos termos em que são feitas as ofertas objeto 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

---

<sup>172</sup> 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.

<sup>173</sup> 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 (BRADFORD, *op cit*, p 125).

<sup>174</sup> 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 desleixada 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 UE: 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 pela DP e pelo CVM e era, por isso, permitido ainda antes da sua regulação pelos Estados Membros.

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<sup>175</sup>, e, bem assim, que as ofertas no âmbito do *crowdfunding* de capital apenas podem ser disponibilizadas numa única plataforma.<sup>176</sup>

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 viabilidade.<sup>177</sup>

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 uma 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 Art 20º do RJFC determina que estes se encontram sujeitos a limites máximos de investimento anual em produtos adquiridos no âmbito do 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 subscritas.<sup>178</sup>

---

<sup>175</sup> Art 9º nº2 do RJFC.

<sup>176</sup> Art 17º e 18º do RJFC.

<sup>177</sup> AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 31.

<sup>178</sup> Art 20º do RJFC.

De acordo com o PR da CMVM, os investidores em financiamento colaborativo não podem ultrapassar os €3.000 por oferta, ou os €10.000 no total dos investimentos feitos através do financiamento colaborativo no prazo de 12 meses.<sup>179</sup> Tais limites não são, porém, aplicáveis às pessoas coletivas, nem às pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €100.000.<sup>180</sup>

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 investimento.<sup>181</sup> Os investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital devem, ainda, declarar o montante global investido em plataformas de financiamento colaborativo,<sup>182</sup> bem como o respetivo escalão de rendimento.<sup>183</sup>

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.

Contudo, e sem prejuízo do mérito desta medida legislativa – que aplaudimos – consideramos que as disposições do Projeto da CMVM podiam beneficiar de alguma precisão adicional na sua redação: na verdade, a identidade das parcelas que devem ser somadas no cálculo do montante global investido em campanhas de *crowdfunding* por determinado investidor é pouco clara. Designadamente, não resulta evidente do Art 13º nº 1 b) do PR da CMVM se esse cálculo deve abranger apenas os montantes com que determinado investidor financiou outras campanhas de *crowdfunding* de capital, ou se deve, antes, abranger os montantes por ele canalizados para outras modalidades de *crowdfunding*.

---

<sup>179</sup> Art 13º nº1 do PR da CMVM.

<sup>180</sup> Art 13º nº2 do PR da CMVM.

<sup>181</sup> Art 8º do RJFC.

<sup>182</sup> Art 20 nº 4 do RJFC e Art 13º nº3 do PR da CMVM. Note-se, porém, que enquanto o Art 20º nº4 do RJFC se refere ao montante global já investido na *aquisição de produtos financeiros* em plataformas de financiamento colaborativo (parecendo, nestes termos, referir-se às modalidade de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo), o PR da CMVM apenas se refere ao montante global já investido em *todas* as ofertas colocadas em plataformas de financiamento colaborativo (não distinguindo entre modalidades de *crowdfunding*).

<sup>183</sup> Art 20 nº 4 do RJFC e Art 13º nº4 do PR da CMVM.

A outra crítica que podemos apontar às disposições do PR da CMVM em matéria de limites à participação dos investidores em campanhas de *crowdfunding* ecoa as preocupações expressas a propósito do Art 20º do mesmo projeto. Também aqui consideramos que isentar (sem mais) as pessoas coletivas dos limites constantes do Art 13º pode conduzir ao aproveitamento desta exceção por investidores singulares que constituam pessoas coletivas para este efeito (e que não têm, se quer, de ter responsabilidade limitada).

Assinalamos, enfim, que o Art 13º do PR da CMVM 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 €100.000, 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.

#### **5.4 Caminhos alternativos para a regulação do crowdfunding de capital**

Analisado 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 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 às entidades gestoras de plataformas electrónicas de *crowdfunding*, bem como a sua recondução à categoria de intermediários financeiros. A aposta na regulação cuidada da atividade destas entidades

coloca-as em condições de serem verdadeiros *gate keepers* 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 electrónicas. Somos, assim, da opinião de que o legislador português se devia ter absterido de consagrar uma definição de *crowdfunding* na lei e que deveria, antes, ter concebido um regime jurídico especificamente aplicável ao financiamento de montantes inferiores a €5.000.000 através do *crowdfunding*.

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 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 formada 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 *gate keepers* 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 investidores;<sup>184</sup> 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

---

<sup>184</sup> 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 (AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, *op cit*, p 30).

lhes permitisse coordenar a monitorização das empresas financiadas, mesmo depois de finalizada a fase inicial de angariação de fundos.<sup>185</sup>

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 do qual 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.

## 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 seu crescimento, a crescente 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* – e especialmente complexo – uma vez que uma regulamentação desequilibrada, ou excessivamente onerosa pode levar igualmente ao seu desaparecimento.

O caminho que percorremos nesta dissertação pretendeu ilustrar algumas das dificuldades que presidem à regulação do *crowdfunding* de capital.<sup>186</sup>

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 Art 2º do RJFC.

---

<sup>185</sup> BRADFORD, *op cit*, p 135.

<sup>186</sup> Outras dificuldades terão escapado ao âmbito da presente dissertação e poderão servir de base a investigação futura, tais como a regulamentação de campanhas de *crowdfunding* com vocação transfronteiriça.

Procurámos, depois, teorizar sobre 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, o 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 interessante a 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* e a proteção dos agentes que nele investem. Só assim é que o *crowdfunding* poderá tornar-se verdadeiramente num veículo para o desenvolvimento económico.

Consideramos, no entanto, que reduzir o papel do *crowdfunding* de capital a motor do financiamento de pequenos empreendimentos impedidos de aceder às formas de financiamento tradicionais é redutor: as vantagens do *crowdfunding* não se limitam ao facto

de este ser, por vezes, a única alternativa de financiamento a que podem recorrer determinadas empresas.<sup>187</sup>

O *crowdfunding* é, antes de mais, uma modalidade do *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 mercado.<sup>188</sup>

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 a presente dissertação. Consideramos, contudo, que regular o *crowdfunding* sem procurar torná-lo, também, numa fonte de financiamento de características únicas e assentes na sua vertente iminentemente social é desperdiçar uma oportunidade. Encerramos, assim, esta discussão na esperança de que esforços 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.

---

<sup>187</sup> Em sentido contrário, BRADFORD considera que o *crowdfunding* tem por único papel o preenchimento do *financing gap* experimentado pelas pequenas e médias empresas (BRADFORD, *op cit*, p 104).

<sup>188</sup> SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, *op cit*, p IV.

## **BIBLIOGRAFIA**

AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Some simple economics of crowdfunding. 2013.

AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. The Geography of Crowdfunding. [s.l.]: National Bureau of Economic Research, 2011. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w16820>>. Acesso em: 4 mar. 2016.

AHLERS, Gerrit K.C. *et al.* Signaling in equity crowdfunding. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2161587>>.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.

ARMOUR, John *et al.* Principles of Financial Regulation. [s.l.]: Oxford University Press, 2016.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1578175>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. The Modern Corporation and Private Property. 2nd Edition. New York: Harvourt, Brace and World, 1967.

BOATRRIGHT, John R. Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice. [s.l.]: John Wiley & Sons, 2010.

BRABHAM, Daren C. Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An introduction and cases. *Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies*, v. 14, n. 1, p. 75–90, 2008.

BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2012. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1916184>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

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. Bruxelas: [s.n.], 2014.

CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA. Investor Education: Important things to know before investing in innovative start-ups through a portal. 2015.

CORNFIELD, Michael. Politics Moves Online: Campaigning and the Internet. [s.l.: s.n.], 2004. (Century Foundation Report).

EUROPEAN COMMISSION DG INTERNAL MARKET AND SERVICES. Consultation document: Crowdfunding in the EU - exploring the added value of potential EU action. Brussels: [s.n.], 2013.

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. [s.l.: s.n.], 2015.

FREEDMAN, David; NUTTING, Matthew. A Brief History of Crowdfunding - including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA. 2015.

GRIFFIN, Zachary. Crowdfunding: Fleecing the American Masses. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2012. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2030001>>. Acesso em: 27 mar. 2016.

GUZIK, Samuel S. SEC Crowdfunding Rulemaking Under the Jobs Act -- An Opportunity Lost? Rochester, NY: Social Science Research Network, 2014. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2393897>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

HANKS, Sara. Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union. Capital Markets Law Journal, v. 8, n. 3, p. 261–282, 2013.

HAZEN, Thomas Lee. Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2012. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1954040>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

HEMER, Joachim. A Snapshot on Crowdfunding. [s.l.]: Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI, 2011.

HEMINWAY, Joan MacLeod. Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2014. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2435757>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

HEMINWAY, Joan MacLeod; HOFFMAN, Shelden Ryan. *Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2012. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1875584>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

HORNUF, Lars; SCHWIENBACHER, Armin. *Should Securities Regulation Promote Crowdfunding?* Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2412124>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

HOWE, Jeff. *The Rise of Crowdsourcing*. *Wired*. Disponível em: <<http://www.wired.com/2006/06/crowds/>>. Acesso em: 25 fev. 2016.

KUPPUSWAMY, Venkat; BAYUS, Barry L. *Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2234765>>. Acesso em: 4 mar. 2016.

LARRALDE, Armin; SCHWIENBACHER, Benjamin. *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*. In: *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Douglas Cumming. New York: Oxford University Press, [s.d.], p. 369.

LEHNER, Othmar Manfred. *Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2012. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2102525>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

MÜLLER-SCHMALE, V. *Crowdfunding: Supervisory requirements and investor responsibility*. [s.l.]: BAFIN – Federal Financial Supervisory Authority, 2014.

O'REILLY, Tim. *What is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2007. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1008839>>. Acesso em: 27 fev. 2016.

PARSONT, Jason W. *Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2279711>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

SCHWARTZ, Andrew A. *Crowdfunding Securities*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=2279175>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2010. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=1699183>>. Acesso em: 29 jan. 2016.

SEC - SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Proposed Rules: Crowdfunding. [s.l.: s.n.], 2013.

SPACE TEX CAPITAL PARTNERS. Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape. [s.l.]: European Commission DG Communications Networks, Content & Technology, 2014.

SUROWIECKI, James. The Wisdom of Crowds. First Anchor Books Edition. [s.l.]: Abacus, 2005.

SYKES, Allen. Proposals for a Reformed System of Corporate Governance to Achieve Internationally Competitive Long-Term Performance. *In*: DIMSDALE, Nicholas; PREVEZER, Martha (Orgs.). Capital Markets and Corporate Governance. [s.l.]: Oxford University Press, 1994, p. 111–127. Disponível em: <<http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780198287889.001.0001/acprof-9780198287889-chapter-7>>. Acesso em: 30 mar. 2016.

TRANTIS, George; DANIELS, Ronald. The Role of Debt in Interactive Corporate Governance. University of Pennsylvania - Departmental Papers (Law School), p. 1073–1113, 1995.

WILSON, Karen E.; TESTONI, Marco. Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets. Bruegel Policy Contribution, v. August 2014, n. 2014/09, 2014.