

Uma das Novas Formas de Capitalização das
Sociedades Comerciais: *OCrowdfunding de
Capital*

Ana Rita Campino André

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador:

Professor Doutor Luís Fernando Pimentel de
Oliveira Vasconcelos Abreu, Professor Auxiliar,
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Coorientador:

Professor Doutor Luís Guilherme Carvalho de Pina
Catarino,

Professor Auxiliar Convidado, ISCTE – Instituto
Universitário de Lisboa

Setembro de 2024

Departamento de Economia Política

Uma das Novas Formas de Capitalização das
Sociedades Comerciais: *OCrowdfunding de
Capital*

Ana Rita Campino André

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador:

Professor Doutor Luís Fernando Pimentel de
Oliveira Vasconcelos Abreu, Professor Auxiliar,
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Coorientador:

Professor Doutor Luís Guilherme Carvalho de Pina
Catarino,
Professor Auxiliar Convidado, ISCTE – Instituto
Universitário de Lisboa

Setembro de 2024

Declaração de uso de Inteligência Artificial

Declaro sobre compromisso de honra que não foi utilizado nenhum sistema de inteligência artificial (IA) generativa para melhorar a linguagem e estrutura ou pesquisa de informação, na redação desta dissertação.

Dedicatória

Dedico a minha dissertação ao meu querido Pai, que durante o pouco tempo que vivi com ele me ensinou a nunca desistir dos meus sonhos. Espero que onde esteja, tenha orgulho da pessoa que sou hoje. A saudade e as lembranças que deixou comigo serão eternas.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, quero agradecer à minha Mãe e ao meu Irmão por todo o carinho e apoio que sempre me deram e por me terem incentivado a lutar pelos meus sonhos. Sem eles nada disto seria possível.

Em segundo lugar, agradeço à minha Tia Amália e ao meu Tio José Diogo, por me guiarem desde sempre em todas as fases da minha vida pessoal, profissional e académica e por todo o afeto que demonstram diariamente por mim.

Em terceiro lugar, queria agradecer ao meu namorado por todo o apoio dos últimos dois anos, por ter acreditado em mim e por me motivar a dar sempre o meu melhor.

Em quarto lugar, gostaria de agradecer à minha querida amiga Cristina Santos pelo apoio ao longo de todo o meu percurso académico, por me ter sugerido este tema e por me ter acompanhado na redação desta dissertação.

Em quinto lugar, não poderia de deixar de agradecer à minha amiga Marta, que sempre me apoiou ao longo deste longo processo e sempre me fez ver as coisas com mais clareza.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu orientador Professor Doutor Luís Fernando Pimentel de Oliveira Vasconcelos Abreu e ao meu coorientador Professor Doutor Luís Guilherme Carvalho de Pina Catarino por me terem encorajado a escolher este tema e por toda a orientação e apoio fornecido durante esta etapa.

Resumo

No decorrer dos últimos anos, principalmente pelo desenvolvimento tecnológico, verificou-se o surgimento de uma nova economia: a economia colaborativa. A economia colaborativa que, atualmente, é essencial para a eficiência dos recursos a nível mundial. Devido à insuficiência das tradicionais formas de financiamento, os empreendedores sentiram a necessidade de recorrer a novas formas de financiamento para desenvolverem os seus projetos.

Um meio de financiamento que ganhou grande relevância foi precisamente o *crowdfunding*. No entanto, apesar de ser uma forma de financiamento recente e ainda em expansão, a adesão dos empreendedores e investidores em relação à utilização das plataformas de *crowdfunding* é notória. Um dos principais motivos prende-se com o facto de todo o processo ser feito de forma virtual. Através da utilização destas plataformas, qualquer indivíduo consegue investir uma certa quantia de dinheiro num projeto ou em diversos projetos. Assim sendo, os financiadores têm menores riscos associados, uma vez que dividem esses riscos com vários financiadores dos projetos que apoiam.

A expansão do *crowdfunding* tem sido definida, especialmente, pelo crescimento de uma modalidade específica desta forma de financiamento: o *crowdfunding* de capital. No domínio desta modalidade, os investidores obtêm direitos de participação no capital social da sociedade financiada como contrapartida do capital disponibilizado. Porém, o *crowdfunding* de capital compreende uma série de riscos e regras que é necessário ter em conta.

Nesta dissertação, pretende-se compreender como funciona o *crowdfunding* de capital e de que maneira esta nova forma de capitalização tem contribuído para o desenvolvimento dos projetos das sociedades comerciais.

Palavras-chave: *crowdfunding*, investidores, empreendedores, *crowdfunding* de capital

Abstract

Over the recent years, mainly due to technological development, we have seen the emergence of a new economy: the collaborative economy. The collaborative economy is currently essential for resource efficiency worldwide. Due to the insufficiency of the traditional forms of financing, entrepreneurs have felt the need to resort to new forms of financing to develop their projects.

One form of financing that has gained great relevance is precisely *crowdfunding*. Despite being a recent form of financing, entrepreneurs and investors favour using *crowdfunding* platforms. One of the main reasons is that the whole process is done virtually. By using these platforms, any individual can invest a certain amount of money in a project or several projects. As such, funders have fewer associated risks, since they share these risks with several backers of the projects they support.

The expansion of *crowdfunding* has been defined, in particular, by the growth of a specific type of this form of financing: equity *crowdfunding*. In this form of financing, investors obtain rights to participate in the share capital of the financed company as a counterpart to the capital provided. However, equity crowdfunding involves a number of risks and rules that need to be taken into account.

The aim of this dissertation is to understand how equity *crowdfunding* works and how this new form of capitalization has contributed to the development of commercial companies' projects.

Key-words: *crowdfunding*, investors, entrepreneurs, capital *crowdfunding*

Índice

RESUMO	VI
ABSTRACT	VII
LISTA DE ABREVIATURAS.....	X
INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO I.....	13
1. O CROWDFUNDING	13
1.1. O CONCEITO DE CROWDFUNDING	13
1.2. OS SUJEITOS INTERVENIENTES	24
1.2.1 Os promotores.....	24
1.2.2. Os financiadores	24
1.2.3. As plataformas eletrónicas.....	24
1.3. AS MODALIDADES DO CROWDFUNDING	27
1.3.1. O crowdfunding através de donativo	27
1.3.2. O crowdfunding com recompensa.....	27
1.3.3. O crowdfunding por empréstimo	28
1.3.4. O crowdfunding de capital.....	30
1.4. AS VANTAGENS E DESVANTAGENS DO CROWDFUNDING.....	33
1.4.1. As vantagens do crowdfunding	33
1.4.2. As desvantagens do crowdfunding	37
CAPÍTULO II.....	38
2. EM ESPECÍFICO: DO CROWDFUNDING DE CAPITAL	38
2.1. CARACTERIZAÇÃO DO CROWDFUNDING DE CAPITAL	38
2.2. RISCOS ASSOCIADOS AO CROWDFUNDING DE CAPITAL	45
2.3. A IMPORTÂNCIA DO CROWDFUNDING DE CAPITAL	49
2.4. ENQUADRAMENTO APLICÁVEL AO CROWDFUNDING DE CAPITAL EM PORTUGAL... 52	
2.4.1 A SOLUÇÃO PORTUGUESA: O ENQUADRAMENTO COMUNITÁRIO	56
2.4.1.1. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo	56
2.4.1.2. O Regulamento da CMVM nº1/2016.....	60
2.4.2. CAMINHOS ALTERNATIVOS PARA A REGULAÇÃO DO CROWDFUNDING EM PORTUGAL	65

CAPÍTULO III	68
3. DIREITO COMPARADO.....	68
3.1. BREVE ANÁLISE DE DIREITO COMPARADO.....	68
3.1.1. <i>O crowdfunding de capital nos EUA</i>	68
3.1.2. <i>O crowdfunding de capital no Reino Unido</i>	71
3.1.3. <i>O crowdfunding de capital nos Estados Membros e na União Europeia</i>	74
CONCLUSÕES.....	85
BIBLIOGRAFIA	91

Lista de abreviaturas

Art – Artigo

Cap.- Capítulo

CC – Código Civil

CE – Comissão Europeia

CF - Confronte

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CRP – Constituição da República Portuguesa

DMIF – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

DR – Diário da República

EU – União Europeia

PR – Projeto de Regulamento da CMVM

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento de Pagamento e da Moeda Eletrónica

Vd. – Vide

Introdução

Ao longo dos últimos anos, devido ao desenvolvimento tecnológico, podemos assistir ao surgimento de uma nova economia: a economia colaborativa. A economia colaborativa, atualmente, desempenha um papel essencial para a eficiência dos recursos a nível mundial. Esta evolução provocou, ao nível do sistema financeiro, o surgimento de novas formas de financiamento, das quais destacamos o *crowdfunding* ou o financiamento colaborativo.

O *crowdfunding* caracteriza-se por ser uma forma de financiamento de projetos e atividades com recurso a plataformas eletrónicas (*internet*) e de um convite ao investimento público (*crowd*).

Existem inúmeros motivos que levaram ao crescimento do financiamento angariado através do *crowdfunding* à escala mundial. Este progresso que se tem vindo a denotar, prende-se, em primeiro lugar, pela complexidade no acesso aos meios de financiamento tradicionais (o financiamento bancário, o financiamento através dos mercados de capitais e o financiamento através de estruturas de capital de risco). Outro fator que contribuiu para a evolução do *crowdfunding* foi a contratação creditícia após a crise que se iniciou em 2007 e que incidiu sobre o setor financeiro. Uma das principais razões foi que o *crowdfunding* permitiu preencher falhas no mercado de *private equity*. Outra razão a assinalar é a possibilidade de os promotores terem acesso e aproveitamento de vantagens complementares de carácter não estritamente financeiro. Na perspetiva dos financiadores, o êxito do *crowdfunding* detém-se pela correlação emocional criada entre os financiadores e o projeto financiado, criando uma experiência no mercado de capitais consistente de acordo com as noções económicas da *experience-based economy*. Outro aspeto, ainda, que teve influência foi a democratização dos mecanismos da própria indústria financeira através da utilização de novas ferramentas tecnológicas interligadas com a mitigação do risco possibilitada pela *wisdom of the crowd*. Em relação aos intermediários, o *crowdfunding* teve um número significativo de exigências regulatórias à atividade bancária e de intermediação financeira e custos associados causado pela crise financeira, que levou ao surgimento de fenómenos notórios de *shadowbanking* (que no fundo é um sistema bancário paralelo, ou seja, informal não regulamentado, que fornece crédito para os sujeitos que não têm acesso a canais de financiamento normais ou não são elegíveis para empréstimos em bancos do sistema financeiro formal).

O principal fator de expansão do *crowdfunding* comparativamente com os meios tradicionais de financiamento, prende-se pelo facto de a *internet* permitir a direção de oferta de um conjunto significativo em termos geográficos, em que os destinatários, de forma individual, efetuam pequenas contribuições, que permitem a junção de fontes de fundos formalizados por pessoas, que noutras situações, não teriam o papel de investidores em sociedades e projetos.

Atualmente, a expansão do *crowdfunding* tem sido marcada, principalmente, pelo crescimento de uma das suas modalidades em particular: o *crowdfunding* de capital. O *crowdfunding* de capital é a modalidade que se caracteriza pelo facto de projetos e atividades serem financiados mediante a participação no capital da sociedade promotora, recebendo os investidores, em troca de uma contribuição, instrumentos financeiros, como, por exemplo, as participações sociais da sociedade que financiaram ou apenas o direito de quinhão nos lucros. No entanto, o *crowdfunding* de capital comporta uma série de riscos que é necessário ter em consideração, assim como algumas regras.

Esta dissertação tem como objetivo investigar sobre esta modalidade de *crowdfunding*, o impacto que teve nas sociedades comerciais e tentar perceber as diferenças comparativamente com outros ordenamentos jurídicos, no sentido de tentar perceber se esta modalidade de *crowdfunding* consegue substituir em parte o modelo europeu de financiamento, muito centrado na banca, enquanto em outros Estados, como os EUA a penetração do *crowdfunding* e substituição à banca é comparativamente maior. Este trabalho enceta com uma discussão sobre o *crowdfunding* (capítulo I), procedemos, em específico, com o *crowdfunding* de capital (capítulo II) e a dissertação, encerra com o direito comparado (capítulo III).

Em última observação, achamos necessário compreendermos a sua aplicabilidade no ordenamento jurídico português, de forma a investigarmos de que forma esta nova modalidade de financiamento contribuiu para a evolução das sociedades comerciais e seu futuro e para a economia global, enquanto alternativa de financiamento.

Capítulo I

1. O crowdfunding

1.1. O conceito de crowdfunding

A revolução tecnológica, revelou-se ao longo destes últimos anos, uma autêntica força de transformação de situações já existentes, investigadora de novas realidades e circunstâncias desconhecidas, fazendo-nos indagar novos princípios, regras e formas de convivência social, numa perspetiva de colaborar e comunicar sobre novas soluções para um mundo que se tem vindo a tornar cada vez mais ínfimo.

Esta dita força transformadora faz-nos, refletir sobre o nosso sistema económico¹, numa realidade em que é cada vez mais difícil a contratação do crédito por parte das famílias e das pequenas e médias empresas, provocada, não só, pela crise financeira² de 2007, como também do distanciamento da atividade bancária de uma função tradicional de financiamento da economia real por uma posição de investimento nos mercados financeiros.

No seguimento da crise no setor financeiro, criaram-se novas formas alternativas

¹ SANTOS, A. C. dos; GONÇALVES, M. E; MARQUES, M. M. L. – *Direito Económico*, 2020, Almedina, pág. 7 – 10 - Mesmo havendo questões que são mais consideravelmente económicas como, por exemplo, as relacionadas no cerne económico (produção, circulação, distribuição, consumo) são providas de grandes dimensões jurídicas (disciplina jurídica da força do trabalho, estatuto da empresa, regulação jurídica do mercado, das trocas e da moeda, regime jurídico de tributação, direito dos consumidores, etc).

² A crise financeira de 2008 foi uma conjuntura económica global que se fez sentir durante a crise financeira internacional provocada pela falência do tradicional banco de investimento norte-americano *Lehman Brothers*, descrito como “2008: o ano em que o sistema financeiro colapsou”.

³ *Crowdfunding* é traduzido, habitualmente, por “financiamento coletivo”. O legislador na Lei nº 102/2015, de 24 de agosto, decidiu traduzir para “financiamento colaborativo”. Porém, optamos por utilizar o termo original por ser mais aplicado e identificado na comunidade internacional, sendo este um fenómeno globalizado, devido à sua inovação tecnológica. Eventualmente, iremos utilizar o termo “financiamento colaborativo”, por ser a escolha do nosso legislador. Noutros ordenamentos jurídicos, os respetivos legisladores, de igual forma, optaram por traduzir o termo. Por exemplo, em Espanha, utiliza-se a expressão “*Financiación Participativa*” e em França “*Financement Participative*” termo conceituado pela *Commission Générale de Terminologie et de Néologie*, por aviso publicado no *Journal officiel* de 18 de maio de 2013, que o caracteriza como “*Financement faisant appel à un grand nombre de personnes, généralement des internautes, pour qu’elles investissent les fonds nécessaires à l’aboutissement d’un projet*”, apud. João Vieira dos Santos em “Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)”.

de financiamento, que alteraram o monopólio da banca, sendo uma dessas novas formas o *crowdfunding*³, o qual possibilita às empresas o financiamento através da *internet* e de um apelo ao investimento do público (*crowd*), numa perspetiva de aproximação dos projetos com os seus apoiantes, através de uma comunidade que partilha dos mesmos interesses e das mesmas propensões.

Surge, assim, o *crowdfunding*, como figura fulcral da desintermediação e da democratização no acesso de pequenos investidores no mundo do financiamento. Uma recém-adquirida fonte de financiamento, em que é indispensável a existência de plataformas eletrónicas que colocam em diálogo promotores de projetos e investidores, estando estes disponíveis a reconhecer os riscos em troca de uma remuneração.

O *crowdfunding* institui, atualmente, “uma importante fonte de financiamento para cerca de meio milhão de projetos europeus em cada ano”⁴ e uma realidade constante no nosso país, por meio de donativos e recompensas, principalmente, em jornadas de sensibilização e no financiamento de trabalhos musicais de artistas portugueses⁵.

“Efetivamente, com o objetivo de promover o *crowdfunding* foram criadas plataformas portuguesas como a *massivemov* e o *PPL – Crowdfunding Portugal*⁶. A *massivemov* foi fundada em 2011, como uma plataforma de financiamento na multidão, tendo como objetivo ser uma alternativa de financiamento para projetos inovadores com o valor acrescentado de empreendedores e empresas. Segundo dados disponíveis na *internet*, o projeto com maior valor financiado atingiu 8.319 euros, num valor total financiado, até à data, de 103.548 euros. A taxa de sucesso dos projetos financiados atinge neste momento os 52%. Também o *PPL – Crowdfunding Portugal* nasceu em 2011, tendo sido criado pela empresa *Orange Bird*, cujo objetivo é promover o conceito de *crowdfunding* (financiamento coletivo) em Portugal e, conseqüentemente, dinamizar o empreendedorismo e o desenvolvimento social. O *site* foi inaugurado em junho de 2011 tendo em agosto de 2011 sido colocada em serviço a plataforma com os sete primeiros projetos.

⁴ *Ibidem*, 2017. Pág. 3

⁵ *Ibidem*, 2017. Pág. 4

⁶ No website da CMVM podemos encontrar o registo de todas as plataformas que se encontram autorizadas em Portugal: <https://www.cmvm.pt/>.

Em 2012, 34 projetos publicados conseguiram financiamento, tendo obtido, em média 110% do valor necessário. No total foram angariados mais de 100 mil euros. Em novembro de 2012, o PPL – Crowdfunding Portugal lançou, em parceria com o Banco Espírito Santo, a plataforma BES Crowdfunding, dedicada a projetos de cariz social de Instituições Particulares de Solidariedade Social (IPSS) ou Organizações Não-Governamentais (ONG).

Os projetos publicados têm em cofinanciamento de 10% pelo Banco Espírito Santo, ao abrigo da sua política de responsabilidade social. Devido ao desenvolvimento e impacto destas plataformas, a Católica-Lisbon School of Business & Economics, em parceria com o PPL – Crowdfunding Portugal e a Fundação Calouste Gulbenkian organizou, 28 de setembro de 2011, o primeiro evento internacional em Portugal sobre o tema do *crowdfunding*. Já no ano seguinte, a 11 de dezembro, o Grupo Parlamentar do Partido Socialista (GPPS) realizou uma conferência sobre *crowdfunding*, onde Deputados, especialistas e investigadores abordaram as vantagens e desvantagens da sua regulamentação e as novas possibilidades de financiamento que este novo conceito permite, quer em Portugal, quer no mundo”⁷.

Recentemente, a Câmara de Lisboa deu início a um projeto pioneiro na Europa, a constituição de uma Plataforma de *Crowdfunding* de carácter territorial tendo a denominação de “Boaboa” e as conceções têm de partir de pessoas que têm residência em Lisboa ou ter repercussão em Lisboa contendo parceiros fundadores como a Câmara Municipal de Lisboa, a Startup Lisboa, a Vieira de Almeida & Associados, a Plataforma PPL, A Associação Mutualista Montepio e a Fundação Calouste Gulbenkian⁸.

Na Europa, a conceção da União dos Mercados dos Capitais⁹, de igual forma, pretende no futuro promover o *Crowdfunding* como uma forma de resolução para as economias europeias se tornarem menos dependentes do financiamento bancário tradicional.

⁷ Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas sobre o Projeto de Lei 419/XII, 2013, disponível em: <http://debates.parlamento.pt>, data de consulta a 27-02-2024 Apud. João Vieira dos Santos em “Regime Jurídico do *Crowdfunding* (financiamento colaborativo)”.

⁸ *Ibidem*, 2017. Pág. 5

⁹ Uma das parceiras fundadoras é precisamente a Fundação Calouste Gulbenkian: <https://gulbenkian.pt/>.

O *crowdfunding*¹⁰ é um termo de origem anglo-saxónica, que resulta da junção dos vocábulos “*crowd*” e “*funding*”, respeitando à prática de um financiamento junto do público.

A utilização do *crowdfunding* proporciona a eficiência e o definitivo multiplicador do princípio económico implícito ao financiamento do público: a repartição do risco. Esta nova forma de financiamento acaba por ter a mesma posição económica que os mercados financeiros: de atribuição de recursos e angariação de riquezas para mais e melhores investimentos, e ainda, para o incentivo de uma maior estabilidade de toda a economia.

A idealização do *crowdfunding*, apesar de tudo, não é recente. Inúmeros foram os projetos empresariais desenvolvidos e financiados através do apelo ao investimento do público, precedentemente ao surgimento do fenómeno que é a *internet*.

No século XVIII, Alexander Pope¹¹, Mozart e Beethoven¹² utilizaram a subscrição pública para financiarem as suas obras. Outra grande exemplificação foi o caso da obtenção de 100 mil dólares por parte do Jornal The World, no ano de 1885, com o fim de pagar o pedestal da Estátua da Liberdade, provenientes dos donativos de 125 mil pessoas¹³. No século XIX, em Portugal, também se utilizou esta forma de financiamento para a construção de monumentos, como a Praça dos Restauradores em Lisboa¹⁴.

¹⁰ O termo foi usado pela primeira vez, em 2006, por Michael Sullivan, promotor da “*fundavlog*, para clarificar a criação da sua plataforma de projetos e eventos ligada ao videovlog: “*Many things are important facts, but funding from the “crowd” is the base of which all else depends on and is built on. So, crowdfunding is na accurate term to help me explain this core elemento of fundavlog*”.

¹¹ SANTOS, João Vieira dos, - Regime Jurídico do Crowdfunding. In Revista de Direito das Sociedades 3 (2017). Disponível em: <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/Archive/Docs/f247734147252.pdf>. - Alexander Pope fez a tradução da *Ilíada* de Homero para a língua inglesa através do financiamento do público. Alexander Pope preferiu recorrer à subscrição pública em substituição de procurar um benfeitor com possibilidades, em que em troca de duas moedas, qualquer sujeito conseguiria ter acesso a uma cópia do livro, sendo esta estratégia cumprida com grande êxito. Este ato foi marcado como um dos primeiros exemplos conhecidos de *crowdfunding*;

¹² *Ibidem*, 2017. Pág. 5. - Mozart e Beethoven recorriam com frequência ao financiamento coletivo para angariar fundos para a composição das suas obras. Mozart recorreu a esta forma de financiamento para conseguir realizar três concertos em Viena.

¹³ *Ibidem*, 2017. Pág. 5

¹⁴ Cf. Programa da inauguração do monumento aos restauradores (1886), disponível em <http://virtualandmemories.blogspot.pt/>, apud. João Vieira dos Santos em “Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)”.

A revolução que se manifestou através do *crowdfunding* foi, somente, a internet como meio de permissão para novas formas de interação, intermediação e atividade coletiva que proporcionaram esta nova figura, que se baseou na ideia de *crowdsourcing* introduzida em 2006, pelo Jeff Howe¹⁵.

O *crowdsourcing* pode ser caracterizado como a prática de uma empresa ou organização que desempenha uma atividade outrora exercida por trabalhadores e externalizá-la a uma soma não definida de pessoas interligadas em rede, em forma de um convite público.

Esta figura engloba a ideia de utilizar o conhecimento e o saber do agente, que tem, por sua vez, a ideia principal o *outsourcing* inovando o custo-eficiência de determinadas operações e atividades das empresas, utilizando, de uma forma eficiente, o saber do público para proceder a tarefas que habitualmente seriam exercidas por trabalhadores.

Schwienbacher e Larralde¹⁴ sublinham alguns benefícios do *Crowdsourcing* comparativamente com outros sistemas, em três eventualidades diferentes:

- Em termos tecnológicos, o *crowdsourcing* possibilita que a informação se expanda de forma espontânea.
- Socialmente, simplifica a composição de redes de pessoas que partilhem interesses comuns.
- Economicamente, incentiva a modernização através das competências e capacidades dos participantes.

Assim, o *crowdsourcing* possibilita a dissociação da produção apoiando-se nas relações sociais e não no mercado ou nas relações hierárquicas.

¹⁵ *Ibidem*, 2017. Pág. 6

¹⁶ *Peer-to-Peer lending* (empréstimo entre pares) caracteriza-se por ser um empréstimo que se realiza de forma direta entre particulares, ou seja, entre um mutuário (uma empresa por exemplo) e um mutuante não profissional, ou seja, no fundo é uma alternativa direta a um empréstimo bancário, com a diferença de que, em vez de pedir um empréstimo a uma única fonte, as empresas podem pedir um empréstimo diretamente a imensas fontes/pessoas. vd. https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/guide-crowdfunding/different-types-crowdfunding/peer-peer-lending_en.

Posto isto, é fulcral no nosso estudo estabelecer uma definição concreta de *Crowdfunding*, apesar de esta tarefa ser bastante complexa. A primeira adversidade deve-se à amplitude de acontecimentos que se envolvem com o *crowdfunding*, particularmente, o *Peer-to-Peer Lending*¹⁶ e o *Invoice Trading*¹⁷.

Outra advertência detém-se com a seleção das características essenciais que descrevem e definem esta nova realidade do *crowdfunding*, por serem diversas – como o recurso à *internet*, a convocação do investimento do público, o núcleo comunitário de compartilhamento de ideias, recursos e esforços, a incidência em *Startups*¹⁸ ou a sua abordagem *ex ante* –, e por ser complicada a tarefa de determinar quais as características com carácter imperativo para o conceito do *crowdfunding*, levando, dessa forma, ao reconhecimento dos motivos do seu surgimento e que explicam a sua grande evolução.

Kappel foi o primeiro a fazer a separação dos procedimentos *ex ante* e *ex post facto crowdfunding*, limitando à segunda, financiamentos como aqueles que foram utilizados pelos *Radiohead*, no ano de 2007, no seu álbum *In Rainbows*, no sentido em que a banda artística lançou a versão digital do álbum e os seus consumidores colaboraram com um montante à sua vontade. Portanto, a abordagem *ex post facto* traduz-se numa abordagem de pequeno interesse para os sujeitos que não tenham uma grande capacidade de se auto financiar¹⁹.

¹⁷ *Invoice Trading*, como o próprio nome indica, consiste na comercialização de fatura numa plataforma online, através das quais as empresas procuram financiamento para as suas operações de curto prazo. O funcionamento deste modelo é equivalente ao *Factoring*, uma vez que ambas são instrumentos financeiros de curto prazo que se caracterizam por adquirir créditos de curto prazo resultantes do fornecimento de bens ou serviços, que têm como prevalecente propósito, o suporte à gestão de tesouraria das empresas. A única característica que as distingue é, somente, o recurso a plataformas eletrónicas, característica que coloca este modelo o *Invoice Trading* inserido no conceito de *crowdfunding*.

¹⁸ Uma *startup* é uma empresa inovadora recente, com potencial de crescimento relacionado com a área da tecnologia, vd. <https://www.vendus.pt/blog/startup/>.

¹⁹ Cf. ANDREA ORDANINI, LUCIA MICELI, MARTA PIZZETTI E PARASU PARASURAMAN, “Crowdfunding customers into investors innovative service platforms” in *Journal of Service Management*, Vol 22 Issue 4, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, 2011, pp.443 a 470, apud. João Vieira dos Santos em “Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)”.

Com este mesmo objetivo de linear a figura ao seu uso corrente de função de financiamento de novos empreendedores através da *internet*, deparamo-nos com diversas definições fornecidas pelos mais variados autores: Ordanini, Miceli, Pizzetti Parasumaraman²⁰ que caracterizam o *crowdfunding* como sendo o interesse coletivo das pessoas, que se relacionam e que reúnem o seu dinheiro, maioritariamente através da *internet*, de maneira a investir e suportar os esforços de outras pessoas ou instituições; Schwienbacherm, Belleflame e Lambert²¹ caracterizam o *crowdfunding* como sendo uma espécie de convite público, através de donativo, quer seja de forma de retribuição ou direitos de voto, de maneira a apoiar iniciativas para fins específicos.

Steinberg e DeMaria²² caracterizam o *crowdfunding* como sendo o fenómeno de apelar ao público em geral, investimentos e donativos, através da *internet*, para novos empreendimentos.

Após esta síntese, não consideramos nenhuma destas definições suficientemente convincente, pela ausência de rigor jurídico, que nos vincula, e por nenhuma destas definições conseguir compreender todos os modelos que entendemos conterem as características essenciais para serem classificadas *crowdfunding*. No entanto, para o presente estudo, é imprescindível a sua interpretação, de maneira a ter em consideração os fenómenos de carácter prático e todas as características que incorporam o complexo conceito de *crowdfunding*.

²⁰ *Ibidem*, 2011. Pág. 443 a 470.

²¹ Cf. SCHWIENBACHERM, Arwin; BLLFLAME, Paul e LAMBERT, Thomas, *Crowdfunding. Tapping the right crowd*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

²² Cf. STEINBERG, SCOTT e DEMARIA, RUSEL, *The Crowdfunding Bible. How to raise Money for any Star-up, vídeo or project*, 2012, pp.2 ss., disponível em: <http://www.crowdfundingguides.com/>.

Portanto, podemos reconhecer o *crowdfunding* ou financiamento colaborativo²³, como o legislador português adotou, de uma forma genérica, como uma forma de financiamento de projetos e atividades, com recurso a plataformas eletrónicas através da *internet* e de um convite ao investimento público (*crowd*).

O *crowdfunding* ou financiamento colaborativo implica:

- i. Uma determinada campanha direcionada ao público através do *upload* de um vídeo de apresentação (*pitch*) numa plataforma eletrónica, que neste caso é a *internet*;
- ii. O propósito é a aquisição de fundos para um projeto em concreto;
- iii. A aceitação por parte dos financiadores (*backers*), que enviarão os fundos para os promotores dos projetos (*project owners*), os quais, no fundo, são as entidades financiadas;
- iv. A aquisição para uma ou várias das modalidades de *crowdfunding* que são: donativo, recompensa, capital e empréstimo²⁴.

²³ A literatura nacional sobre o financiamento colaborativo não é numerosa. Sobre o financiamento colaborativo de capital podemos referir: PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª edição, Coimbra, 2016, pp. 589 e ss.; ANA SÁ COUTO-FREDERICO ROMANO COLAÇO, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, in “atualidad jurídica Uría Menéndez”, 39, 2015, pp. 130 e ss.; LUÍS ROQUETTE GERALDES-FRANCISCA SEARA CARDOSO, *Uma revolução chamada “crowdfunding”*, in IV Congresso de Direito das Sociedades em Revista, 2016, pp.493 e ss.; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, in “Revista Eletrónica de Direito”, 2, 2015, pp. 2 e ss. e *Regime Jurídico do “crowdfunding” (financiamento colaborativo)*, em RDS, 2017. O tema *crowdfunding* tem ainda levado a dissertações académicas: Cf. MARIA CLARA NATIVIDADE MARTINS PEREIRA, *Da Regulação do Crowdfunding de Capital*, 2016, disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/20625/1/Clara%20Martins%20Pereira%20-%20Tese%20MDG%20-%2031.03.2016.pdf>; e FERNANDO BELEZAS, *crowdfunding: regime jurídico do financiamento colaborativo*, Coimbra, 2017. Para além desses, temos ainda as investigações por parte de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *O papel das startups na FinTech e o ciclo de financiamento de starups* e de LUÍS ROQUETTE GERALDES-JOÃO LIMA DA SILVA-FRANCISCA SEARA CARDOSO, *P2P Lending*

²⁴ CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira, - *FinTech, Desafios da tecnologia financeira*, Coimbra: Almedina, 2017, pp. 248 e ss.

Apesar de o *crowdfunding* se ter mostrado mais eficiente nas modalidades de donativos e recompensa, recentemente tem revelado uma grande importância para o financiamento resultante do investimento em sociedades em fase inicial de atividade, as *start-ups* e de pequenas e médias empresas (PME).

Esta forma de financiamento das empresas para acesso de benefícios oferecidos pela *internet* deve ser interpretada como um avanço em termos de inovação tecnológica, com circunstâncias positivas para o sistema financeiro, os seus intermediários e utilizados (*FinTech*).

Existem diversos motivos que podem esclarecer o crescimento do *crowdfunding* a nível mundial, quando utilizado nesta modalidade de investimento direcionada para o investimento em *star-ups* e PMEs.

Em primeiro lugar, pela complexidade no acesso aos meios de financiamento tradicionais (o financiamento bancário, o financiamento através dos mercados de capitais e o financiamento através de estruturas de capital de risco), mas sobretudo por parte das *star-ups*, devido à falta de existência de um projeto em execução que garanta fluxos financeiros que possibilitem corresponder ao serviço da dívida, ou seja, no fundo pelos inconstantes balanços. Outro fator que contribuiu para a evolução do *crowdfunding* foi a contratação creditícia após a crise que se iniciou em 2007 que incidiu sobre o fator financeiro.

Uma das principais razões foi que o *crowdfunding* permitiu preencher falhas no mercado de *private equity*. O *crowdfunding* para além de permitir várias soluções para fases de necessidade de financiamento que não conseguem ser supridas através do recurso a *love money*²⁵, permite também uma valorização da empresa de maior valor, em que existe um menor custo de capital e uma maior celeridade na conclusão do processos de financiamento, impedindo os custos de uma intermediação tradicional, uma vez que é um mecanismo de acesso direto aos investidores.

²⁵ “*De founders, family and friends/fools*”, CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira, - *FinTech, Desafios da tecnologia financeira*, Coimbra: Almedina, 2017, pp. 251 e ss.

Outra razão a assinalar é a possibilidade de os promotores terem acesso e aproveitamento de vantagens complementares de carácter não estritamente financeiro como: a apresentação de um produto antes da fase da sua produção e a repercussão do *marketing* provinda da promoção na plataforma e das interligações nas redes sociais.

Na perspetiva dos financiadores, o êxito do *crowdfunding* detém-se pela correlação emocional criada entre os financiadores e o projeto financiado, criando uma experiência no mercado de capitais consistente de acordo com as noções económicas da *experience-based economy*.

Outro aspeto que teve influência foi a democratização dos mecanismos da própria indústria financeira através da utilização de novas ferramentas tecnológicas interligadas com a mitigação do risco possibilitada pela wisdom of the crowd.

Em relação aos intermediários, o *crowdfunding* teve um número significativo de exigências regulatórias à atividade bancária e de intermediação financeira e custos associados causado pela crise financeira, que levou ao surgimento de fenómenos notórios de *shadowbanking*.

O principal fator de expansão do *crowdfunding* comparativamente com os meios tradicionais de financiamento, prende-se pelo facto da *internet* permitir a direção de oferta de um conjunto significativo em termos geográficos, em que os destinatários, de forma individual, efetuam pequenas contribuições, que permitem a junção de fontes de fundos formalizados por pessoas, que noutras situações, não teriam o papel de investidores em sociedades e projetos.

Concluímos, que a definição de *crowdfunding* pende da existência de uma proposta dirigida a um conjunto de pessoas, através de uma plataforma eletrónica. A ideologia de que o *crowdfunding* é utilizado de forma regular por pequenas empresas no financiamento de determinados projetos, ou que maior parte das campanhas de *crowdfunding* se consubstancia na recolha de contribuições de pequena dimensão são importantes para entender melhor o *crowdfunding*, mas não são fatores essenciais à sua representação.

Em relação à definição de *crowdfunding* dada pelo legislador português no Artº 2 do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (doravante ora designada RJFC) “O *financiamento colaborativo é o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de contributos ou de parcelas de investimento em dinheiro provenientes de pessoas singulares e coletivas na*

qualidade de apoiantes ou de investidores.”, concordamos que esta definição merece ser alvo de diversas observações.

Achamos que o legislador português devia ter tido presente que o *crowdfunding* é uma realidade que possui diversas sub-modalidades de financiamento, em que nem todas merecem especial atenção, como o caso do financiamento através de donativo e de recompensa (nos modos em que são definidos no Art.º3 do RJFC), uma vez que estes tipos de financiamento em específico são regularmente omitidos no que toca às reformas direcionadas ao tratamento de *crowdfunding*. Por essa razão, não se percebe o facto de o legislador ter usado o RJFC para distinguir as diversas modalidades de *crowdfunding* existentes, ou com que objetivo é que dispôs sobre as suas variantes.

Consideramos que teria sido desejável que o RJFC tivesse adotado os mesmos mecanismos que outras ordens jurídicas, no sentido de abster-se de regular o financiamento colaborativo através de recompensa e donativo, considerando que, mesmo quando os ordenamentos jurídicos regulam o financiamento colaborativo por empréstimo ou de capital, se cingem, somente, a determinar as circunstâncias em que podem ser distanciados os deveres inerentes das regras aplicáveis à obtenção de financiamento através dos mercados bancários e de capitais, não recorrendo a qualquer tipo de definições.

Finalizamos, que o Art.º 2 do RJFC, na sua atual redação, não menciona um dos elementos fulcrais do financiamento colaborativo: a multidão. Ora como sabemos, não existe *crowdfunding*²⁶ sem o elemento “*crowd*”. Em síntese, o legislador português nunca deveria ter consagrado uma definição de financiamento colaborativo no RJFC e, principalmente, uma consagração que não tem a capacidade de mencionar um dos elementos mais descritivos desta modalidade de financiamento: o recurso a uma pluralidade de investidores.

²⁶ Conforme mencionado por BRADFORD, a noção de *crowdfunding* implica um empreendimento conjunto reconhecido por uma multiplicidade de investidores (BRADFORD, op cit, p.33).

1.2. Os sujeitos intervenientes

O crowdfunding em todas as suas propriedades, diz respeito a uma estrutura simples comum que é constituída por três sujeitos: os promotores do projeto ou da atividade, os financiadores e as plataformas eletrónicas, que têm um papel intermediário entre os promotores e os financiadores.

1.2.1 Os promotores

Os promotores ou beneficiários, são pessoas singulares ou coletivas que procuram financiamento para o desenvolvimento do seu projeto ou atividade cultural, artística, científica ou empresarial²⁷.

1.2.2. Os financiadores

Os financiadores são quem suporta e apoia financeiramente os projetos ou atividades dos promotores, apoiando muitas das vezes com sugestões de ideias o êxito desses projetos.

O apelo ao público, como característica principal do crowdfunding, o número de financiadores, acaba por ser sempre incerto. Conforme a modalidade de crowdfunding, os financiadores podem ser donatários, compradores, mutuários ou até mesmo sócios ou acionistas da sociedade promotora do projeto²⁸ em questão.

1.2.3. As plataformas eletrónicas

As plataformas eletrónicas acabam por ser uma das figuras do crowdfunding mais complexas e multifacetadas, podendo atuar como uma mera prestadora de serviços ou adotar uma posição mais presente, lidando com a canalização de fundos e com a gestão de contribuições, podendo as atividades corresponderem a funções de intermediação.

A função primordial das plataformas eletrónicas de crowdfunding é a de produzir uma comunidade de interligação eletrónica e garantir aos utilizadores registados o acesso aos serviços essenciais que os promotores necessitam para publicar os seus projetos, divulgar as suas campanhas de financiamento e realizar monitorizações dos seus projetos, de forma a favorecer os financiadores na realização da sua contribuição e relação com os promotores, e caso seja essa a situação, “utilizar qualquer funcionalidade prevista

²⁷ Cf. Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “*El crowdfunding ... ob.cit.*”, p.113.

²⁸ Cf. Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “*El crowdfunding ... ob.cit.*”, p.114.

como a emissão de opiniões ou a participação nos processos de decisão”²⁹. Porém, o funcionamento das plataformas eletrônicas pode ser muito diversificado, consoante a modalidade de *crowdfunding*, e não só. Na realidade, existem diversos exemplos de plataformas eletrônicas em que o seu funcionamento é completamente o oposto de outras, apesar de desenvolverem a mesma modalidade de *crowdfunding*.

As plataformas eletrônicas costumam utilizar duas formas de negócios diferentes: o *all or nothing*, em que existe um montante mínimo a adquirir e um prazo para ser cumprido, sob pena de todos os fundos retornarem aos financiadores, sendo este um procedimento apelativo de forma a evitar a fraude e para os promotores atingirem as suas metas realistas³⁰; e o modelo *all for all*, em que o projeto, pretende que se alcance os objetivos ou não, receberá sempre os fundos³¹.

A relação contratual estabelecida entre a plataforma e os utilizadores, é definida através de um *membership agreement* ou acordo de utilização - podendo ser distinta para promotores e para financiadores. Estes serviços podem ser gratuitos ou remunerados, consoante a percentagem das transações efetuadas na plataforma. Em razão desse mesmo contrato, a plataforma exerce como um intermediário eletrónico, ficando encarregue e responsável por controlar as regras de acesso e pela supervisão dos cumprimentos das regras de utilização entre os utilizados da plataforma.

“O serviço essencial empreendido por estas plataformas é fornecer um mecanismo para projetos encontrarem financiadores e financiadores encontrarem projetos”³².

Desta forma, a plataforma acaba por ser fulcral, sendo uma ferramenta indispensável para o conceito de *Crowdfunding*, por ser o melhor meio de

²⁹ Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “*El crowdfunding ... ob.cit.*, p.112. “A teoria de intermediação explica estes benefícios através do “efeito Baligh-Richartz. Se num mercado existem compradores e vendedores, são necessárias $m \times n$ relações. A posição central do intermediário reduz nas relações necessárias a $m + n$, o que supõe uma considerável redução dos custos de transação – comprova-se como perde sentido a intermediação se m e/ou n são iguais a 2” Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “*El crowdfunding ... ob.cit.*, p.111.

³⁰ Cf. Alban Metelka, *Crowdfunding – Starups’ alternative funding source beyond banques, business angels and venture capitalists.*, 2014, pp. 27 e ss., disponível em: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:831531/FULLTEXT01.pdf>.

³¹ Cf. Bénédicte Couffinal, *The use of crowdfunding as an alternative way to finance small businesses in France*, 2014, pp.22 e ss., disponível em: <https://esource.dbs.ie/home>.

³² ESMA (European Securities and Markets Authority), Opinion – Investment-based Crowdfunding, 2014, p.7, disponível em: <http://www.esma.europa.eu/>.

estabelecimento de relações estáveis entre o beneficiário e o investidor³³, com a intenção de todos participarem e poderem ajudar no desenvolvimento e êxito do projeto³⁴. Estas plataformas diminuem as assimetrias de informação, permitindo reduzir as fraudes e a taxa de insucesso, de maneira a alcançar a confiança da comunidade nesta nova forma de financiamento³⁵. As referidas assimetrias de informação relacionam-se com os custos de agência³⁶, ou seja, o financiador, como principal, não consegue alcançar o controlo da sua contribuição.

Devido a esta falta de controlo, a adversidade da “*adverse selection*”(fenómeno de informação assimétrica quando os sujeitos selecionam de forma incorreta determinados bens ou serviços de mercado) incide, sobre o investidor que tem conhecimento de que existe uma enorme assimetria de informação entre ele e os financiadores, ou seja, “o agente pode afastar-se dos interesses do principal porque pretende um resultado diferente, ou pode ser simplesmente incapaz de realizar os interesses do principal devido às suas características pessoais ou à escassez de recursos”³⁷. Podendo exigir um montante que não representa o que é necessário, levando os financiadores a assumir mais riscos do que aqueles que estariam propensos a pagar³⁸.

³³ Cf. Edan Burkett, *A crowdfunding exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, 2011, disponível em: <http://trace.tennessee.edu/>.

³⁴ Gianluca Grassi e Paola Rovelli, *Studio dell'impatto delle differenti dimensioni di Capital Sociale sul successo di progetti di Crowdfunding*, 2013, p.14, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>.

³⁵ Cf. Alexandra Moritz e Joern Block, *Crowdfunding: A literature review and research direction*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

³⁶ Os custos de agência relacionam-se com a Teoria da Agência que pode ser introduzida tendo em conta o contrato de agência em que o principal obriga o agente a desempenhar um serviço em seu nome, que envolve ter algum poder de decisão. Algumas vezes, pode haver conflitos de interesse entre o principal e o agente, que podem fazer com que o principal a controlar o comportamento do agente. A esses custos dá-se o nome de custos de agência. Cf. Jensen Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, pp.3 e 4, disponível em: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>.

³⁷ Duarte Schmidt Lino e Pedro Lomba, “Democratizar o Governo das Empresas Públicas: O problema do Duplo Grau de Agência” in *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011, p. 702.

³⁸ Cf. Alban Metelka, *Crowdfunding – Startups’ ... ob. Cit.*, pp.27 e ss.

Nesta circunstância, a plataforma de *Crowdfunding*, tem o dever jurídico para monitorizar a situação do promotor e determinar uma relação estável e segura com os outros dois intervenientes do *Crowdfunding*, de forma a transparecer confiança a esta nova forma de financiamento.

1.3. As modalidades do *crowdfunding*

O crowdfunding comporta quatro modalidades: o crowdfunding através de donativo; o crowdfunding com recompensa; o crowdfunding de capital; e o crowdfunding por empréstimo. Pelo que, seguidamente, iremos fazer uma breve abordagem sob cada uma delas.

1.3.1. O *crowdfunding* através de donativo

O *crowdfunding* através de donativo (*donation-based crowdfunding*) é a modalidade de *crowdfunding* em que “os investidores contribuem para causas que apoiam, sem estarem à espera de qualquer compensação”³⁹. Este tipo de modalidade de *crowdfunding* no fundo diz respeito ao tipo de empreendedorismo social sem fins lucrativos, maioritariamente das vezes, gerido por Organizações não-governamentais. Sendo a modalidade mais próxima da idealização de incentivo a doações sem qualquer tipo de contrapartida⁴⁰.

Contudo, apesar de o fim da contribuição ser caridoso, o projeto pode ter fins lucrativos⁴¹, distinguindo-se, somente, da angariação de fundos pelo seu recurso a plataformas eletrónicas acessíveis por *internet*. Na medida que, os projetos que recaem sobre este tipo de modalidade acabam por ser de longo prazo e de um maior envolvimento e construção de relações de confiança⁴² entre os financiadores e os promotores.

³⁹ Pedro Leite, *crowdfunding critical...* ob. Cit. p.19

⁴⁰ Cláudia Amador, *Sustentabilidade Financeira das Organizações da Economia Social: novas soluções socialmente inovadores em época de crise*, 2013, p.11, disponível em: <http://cabodostrabalhos.ces.uc.pt/>, data de consulta a 11/04/2024.

⁴¹ Cf. Salvatore Adamo, II *Crowdfunding...* ob. Cit., p.14.

⁴² Kristof de Buysere, Oliver Gajda, Ronald Kleverlaan e Dan Marom, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, p. 10, disponível em: <http://www.crowdfundingframework.eu/>.

Associado a esse tipo de conclusão, temos as ideias de Schwienbacher e Lambert⁴³ que defendem que as organizações não lucrativas acabam por ter mais êxito em atingir os seus objetivos, no que diz respeito, à captação de recursos, em relação a organizações com fins lucrativos. Portanto, a forma de organização é fulcral para o sucesso das iniciativas do *crowdfunding*.

Os autores ainda defendem que o motivo que explica esses resultados, provêm das Organizações não lucrativas terem a possibilidade de serem mais eficientes a comprometerem-se com produtos de alta qualidade e serviços, ou seja, a qualidade vem em seguimento da quantidade. Como, neste caso, as organizações não lucrativas não dão importância à questão da obtenção de lucro, podem centralizar-se mais na qualidade dos produtos e as suas respetivas características, atraindo por fim um maior volume de doações e público.

1.3.2. O *crowdfunding* com recompensa

Esta modalidade consta na atribuição de uma recompensa não financeira ao investidor (*reward-based crowdfunding*), habitualmente, num exemplar do produto ou serviço, conciliando a motivação intrínseca e social com a vontade da recompensa, sendo uma ótima forma de testar produtos no mercado e avaliar o público na sua aquisição⁴⁴.

Esta forma de *crowdfunding* acaba por ser mais recorrente com projetos do munto artístico, em que se procura financiamentos para um livro, filme ou disco, atribuindo-se ao investidor uma recompensa que pode ser um agradecimento nos créditos de um filme ou a entrada de um filme ou disco. O valor da recompensa, mais uma vez, não tem grande valor patrimonial, mas é um mecanismo que tem como prevalecente objetivo motivar e incentivar os admiradores do projeto e a contribuir para o mesmo⁴⁵.

⁴³ Cf. Arwin Schwienbacher e Thomas Lambert, *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, 2010, disponível em: <http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458>.

⁴⁴ Cf. Judith Mata, *Las campanas...*ob. Cit., pp.40 e 41.

⁴⁵ Alessandro Biffi e Manuel Columbaro, *Equity crowdfunding: un modello di analisi del comportamento di imprenditori e investitori*, 2014, p.11, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>.

Esta modalidade pode ainda ter relações contratuais estabelecidas entre financiados e promotores um pouco diferentes, mediante o valor da contribuição realizada e o valor da recompensa em causa. Ora vejamos, pode-se ter uma recompensa com um valor mais “simbólico” que a contribuição fornecida, e neste caso, consideramos que esta seja uma doação mista⁴⁶. Nestas circunstâncias, por norma, há sempre lugar a um forte vínculo para uma progressão constante, invés de se priorizar o lucro de forma rápida, habitualmente, exigido pelos acionistas.

Por outro lado, a contribuição pode dizer respeito ao preço da recompensa e, desta maneira, estaremos perante um contrato de compra e venda de empreitada ou de prestação de serviços, em que o financiador antecipa o pagamento do preço acordado para que o promotor disponibilize dos fundos necessários para o desenvolvimento do projeto⁴⁷. Este regime de pré-venda tem tido uma grande aderência por parte do público, como o fenómeno conhecido do regime de pré-venda do jogo de computador denominado Star Citizen, que obteve na plataforma americana de *crowdfunding* com recompensa cerca de 105 milhões de dólares⁴⁸.

A diferença entre estas duas circunstâncias – de equivalência ou não dos valores da contribuição e da recompensa – pode, não ser muito esclarecedora, tendo que se ter em consideração a percepção que o financiador tem do valor da recompensa e o carácter obrigatório ou de liberdade que o promotor disponibilizava para a prestação do financiamento.

⁴⁶ Doação mista que se caracteriza por ser um contrato segundo a vontade dos contraentes, a prestação de uma das partes só em parte é que é coberta pelo valor da contraprestação, para que desta forma, a diferença de valor entre ambos beneficie gratuitamente o outro contraente”, Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, 8ª Reimpressão da 10ª ed., Almedina, 2011, Coimbra, p.295.

⁴⁷ Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “El crowdfunding...ob cit., p.109.

⁴⁸ Hakenes e Schlegel, *Exploiting the Financial Wisdom of the Crowd*, 2014, pp.3 e 4, disponível em: ssrn.com.

1.3.3. O crowdfunding por empréstimo

O *crowdfunding* por empréstimo ou *Crowdlending*⁴⁹ (*lending-based crowdfunding*) centra-se num investimento inicial para financiar o projeto do beneficiário com um reembolso futuro associado do capital para os mutuantes com ou sem os juros⁵⁰

Esta modalidade acaba por ser a mais antiga que o próprio termo de “*crowdfunding*”, tendo os seus primórdios na primeira plataforma, a Zopa, no ano de 2005 no Reino Unido, sendo utilizado o termo *crowdfunding* pela primeira vez em 2006 por Michael Sullivan.

O aparecimento desta figura no Reino Unido está ligado à sua longa tradição, no que concerne, à realização de empréstimos entre particulares, já existindo organizações para esse efeito no século XVIII, as *friendly societies*, que surgiram no decorrer da revolução industrial como organizações que pretendem ajudar os seus membros a canalizar capital e a distribuir riscos.

Esta modalidade tem a vantagem de gerar retornos competitivos aos mutuantes e ao mesmo tempo ajudar a economia através da disponibilização de empréstimos a pessoas que de outra maneira podem ser incapazes de obter crédito. As plataformas de *crowdfunding* funcionam como intermediários, recebendo fundos dos mutuantes, ou seja, recebem depósitos ou fundos reembolsáveis, garantindo a sua devolução aos mutuantes com estipuladas condições implicando circunstâncias exigentes das próprias instituições financeiras⁵¹.

⁴⁹ David Groshoff, *Kickstarter My Heart: Extrardinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding Constraints and Bitcoin Bubbles*, 2014, p.540, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2313396.

⁵⁰ Cf. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, 2012, pp. 20 e ss., disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916184.

⁵¹ Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “El Crowdfunding ...ob, cit, p. 110.

É importante referir que, dentro deste modelo, encontramos duas ramificações. Uma mais tradicional conhecida por *peer-to-peer*, em que as plataformas eletrónicas organizam-se, tal como o *crowdfunding* de capital, como um lugar de ligações diretas entre os mutuários e os mutuantes, em que prestam uma função de *match-maker*, permitindo, desta forma aos seus utilizadores o acesso eletrónico que diz respeito à identificação das sociedades que carecem de empréstimos e também às informações financeiras destas sociedades, a afiliação de negociação e as respetivas transições que tenham ocorrido das mesmas. Desta maneira, esta estrutura permite minimizar as necessidades de regulação e supervisão, pelo facto desta figura se afastar da atividade de carácter exclusivo das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. A outra figura denomina-se por *Marketplace lending*, sendo o primeiro modelo a surgir no mercado. Este modelo caracteriza-se por ser, essencialmente, um mecanismo de recurso a uma instituição financeira para a transação de obrigações emitidas pelos beneficiários e que irão servir para ser adquiridas pelos investidores, não se criando diretamente uma relação entre o beneficiário e o investidor, exceto se este se tornar de cariz obrigatório.

Adair Morse defende que o *crowdfunding* por empréstimo é uma desintermediação do financiamento em relação ao consumo através de um mercado virtual⁵². Diferenciando-se do funcionamento habitual de um Banco. As plataformas de negociação não escolhem os projetos, dando liberdade aos investidores na escolha de projetos que devem ser financiados⁵³. Desta forma, existe a utilidade se poder apoiar projetos sociais, sem que haja uma pré estipulação de juros, cooperando-se, assim, para o “emergente setor do microfinanciamento”⁵⁴.

⁵² Cf. Adair Morse, *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potencial for Disruption in Consumer Lending*, 2015, p. 2, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

⁵³ Cf. Paul Belleflame, Nessrine Omrani e Martin Peitz, *The Economics of Crowdfunding Plataforms*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

⁵⁴ Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “*El crowdfunding... ob.cit.*”, pp.111 e 112.

1.3.4. O crowdfunding de capital

O *crowdfunding* de capital, *crowdinvesting* ou *Equity Crowdfunding* (*investment-based crowdfunding*), é a modalidade que se caracteriza pelo facto de os projetos e atividades serem financiados mediante a participação no capital da sociedade promotora, recebendo os investidores, em troca de uma contribuição, instrumentos financeiros, como por exemplo, participações sociais da sociedade que financiaram ou apenas o direito de quinhão nos lucros⁵⁵.

Posto isto, a participação dos investidores não está inteiramente relacionada com o consumo do produto ou serviço⁵⁶ que a sociedade promotora pretende desenvolver. Desta forma, esta modalidade de *crowdfunding*, faz despertar o interesse do investidor no êxito da sociedade comercial ou incentiva a troca desses direitos e instrumentos no mercado⁵⁷, minimizando de igual forma, indispensabilidades regulatórias e de fiscalização, por dispersarem da atividade exclusiva das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (Artº 2 do Decreto-Lei nº 298/92 Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, doravante ora designada RGICSF).

⁵⁵ Esta modalidade poderá requerer um envolvimento de *Special Purpose Vehicle*, formado pela Plataforma de Negociação, que poderá ser um Fundo de Titularização de Créditos, para, desta forma, o investidor estar de forma indireta propenso ao risco, ESMA (European Securities and Markets Authority), *Opinion – Investment-based Crowdfunding*, 2014, pp.6 e 7, disponível em: http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment_based_crowdfunding.pdf.

⁵⁶ Cf. Sebastian Dehling, *Crowdfunding – A Multifaceted Phenomenon*, 2013, pp.20 e ss., disponível em: <http://essay.utwente.nl/64436/>.

⁵⁷ No entanto, esta troca no mercado acaba por ser restrita pela própria legislação de muitos países, não sendo legalizado e aceite por maioria deles, apesar desta modalidade permitir um rápido crescimento, Cf.

1.4. As vantagens e desvantagens do crowdfunding

1.4.1. As vantagens do crowdfunding

De uma forma geral, o *crowdfunding*, em relação às modalidades de financiamento tradicionais, apresenta-se por ser a modalidade de financiamento mais célere e flexível, de custos reduzidos, que tem a capacidade de fácil divulgação e de ensaios de projetos ou atividades desenvolvidas pelos beneficiários do financiamento junto do público.

No entanto, o processo de *crowdfunding* em comparação com as formas tradicionais de financiamento, não está imune de riscos. A perda dos capitais investidos⁵⁸, a probabilidade de branqueamento de capitais, o ambiente de conflito de interesses entre as plataformas e os promotores, a cessação dos serviços das plataformas as fraudes, entre outros, são alguns dos principais riscos⁵⁹.

Para os promotores, o *crowdfunding* caracteriza-se como sendo uma das melhores maneiras de transmitir a mensagem ao beneficiário, através da sua simplicidade de utilização, potencialidade de aproximar novos públicos e o facto de ser um mecanismo de *marketing online*⁶⁰. *O crowdfunding possui a capacidade de diminuir os riscos, ou seja, em que as entidades gestoras das plataformas de Crowdfunding proporcionam a confiança dos utilizadores através de mecanismos de rating, como maneira de auto governação e de sistema reputacional.*

Outro dos interesses, ainda, em benefício dos promotores, é de possibilitar que o público experiencie ideias com um baixo nível de risco, gerando-se assim um espaço onde o êxito se cruza com a perspicácia⁶¹.

⁵⁸ Determinada, pela elevada assimetria de informação entre os beneficiários e os promotores.

⁵⁹ Os riscos de fraude e potenciais perdas são restritos no processo de *crowdfunding* pelas perdas se abrangerem somente investimentos regularmente pequenos ou limitados, pela mediatização dos projetos e a célere comunicação de possíveis situações de fraude como maneira de autorregulação, BELEZAS, Fernando - *crowdfunding regime jurídico do financiamento colaborativo*, Coimbra: Almedina, 2019, pp. 26 e ss.

⁶⁰ Cfr. LUCAS, FILIPA, *Organização sem fim lucrativo: o caso da Fundação Serralves. O afirmar de novas formas de financiamento*, Dissertação da Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Economia e Gestão do Porto, 2014, pp. 48 e ss; cft ETHAN MOLLICK, *The Dynamics of crowdfunding: An exploraty Study*, 2013, p.2, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

⁶¹ Pedro Leite, *Crowdfunding: critical factos to finance a project sucessfully*, 2012, tradução livre, p.24, disponível em: https://sigarra.up.pt/spup/pt/pub_geral.pub_view?pi_pub_base_id=25310.

Para além de permitir aos promotores testarem as suas ideias, o *crowdfunding* possibilita que os promotores tenham todo o tipo de controlo sobre o seu projeto, custos, prazo e execução, com poucos riscos em cima da mesa, podendo obter mais facilmente o êxito do projeto.

Na perspetiva dos financiadores, o *crowdfunding* caracteriza-se, como sendo uma oportunidade única de fácil acesso ao mercado de capitais e pequenos investidores⁶².

Para além disso, ainda existe um outro benefício associado que é o processo de criação do produto, de forma atrativa e sustentável, sem qualquer custo a mais para o financiador⁶³. Os custos de transação de Coase diminuem-se de forma extrema com o aparecimento desta figura. Daí a razão da intermediação ser a existência de custos de transação.

Do ponto de vista, da economia e da sociedade a figura do *crowdfunding* e a sua progressão, tem criado o espírito empresarial, a conceção de postos de trabalho, o empreendedorismo, a revolução e a investigação, imprescindíveis para o crescimento a nível económico.

⁶² Cf. MARTIN PAOLANTONIO, Introducción a la financiación colectiva. (*crowdfunding*) en el mercado de capitales, 2014, pp. 287 e ss., disponível em: <http://works.bepress.com/>. “Pode ainda servir para um pequeno negócio local adquirir um meio de produção para melhor servir a comunidade onde está inserido”, FREDERICO ROSA, Barreiro – Model for the implementation of a local investment agency, 2013, p.15, disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/51671/>.

⁶³ Cfr. BARTOS BERNARDES E RAFAEL LUCIN, “Comportamento de consumidores brasileiros e portuguesas em plataformas de *crowdfunding*”, in Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, Vol. 14, nº1, 2015, disponível em: <http://www.scielo.mec.pt/>.

A intervenção do público é fundamental e possibilita uma maior contribuição para o êxito de um empreendimento. No ano de 1945, Hayek teve a possibilidade de analisar o problema que se cria em torno do conhecimento estar disperso entre tantos indivíduos, dando como exemplar o complexo de preços como uma solução para a administração desse conhecimento. “Praticamente, todo o indivíduo tem alguma vantagem sobre todos os outros, porque ele possui informações únicas que possam gerar benefícios, mas tudo dependerá das suas decisões e cooperação ativa”⁶⁴.

O *crowdfunding* revela ser a mais recente solução para esta controversa, englobando entendimentos, estratégias, soluções e experimentações num só, a *internet*, onde o público apenas financia aquilo que pretende financiar, existindo uma enorme multiplicidade geográfica do financiamento⁶⁵.

Portanto, proporciona-se originalidade, renovação, transparência e eficiência de uma maneira que outros meios de financiamento de sociedades comerciais, como por exemplo Fundos e Sociedades de Capital de Risco⁶⁶ ou *Business Angels*⁶⁷,

⁶⁴ FRIEDRICH HAYEK, “The Use Of Knowledge in Society” in American Economic Review, Vol. 35, n. 4, American Economic Association, Pittsburgh, 1945, tradução livre, p. 521, disponível em: <http://stevereads.com/>.

⁶⁵ Cf. BRIAN RUBINTON, *Crowdfunding Disintemediated Investment Banking*, 2011, p.12, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=180704; “Encontramos uma distância media de aproximadamente 5 mil km entre o artista/empresário e o investidor”, Ajay Agrawai, Christian Catalini e Avi Goldfarb, *The Geography of Crowdfunding*, 2011, tradução livre, p.1., disponível em: <http://www.nber.org/papers/w16820>; “Os financiadores não estão particularmente interessados em projetos mais perto deles”, Wybrich Willems, *What Characteristics of Crowdfuding plataformas influence the sucess rate*, 2013, tradução livre, p.16, disponível em: <http://thesis.eur.nl/pub/15182>.

⁶⁶ O capital de risco pode ser definido como uma forma de investimento empresarial, que objetiva financiar empresas, suportando dessa forma, o seu crescimento e desenvolvimento, com grandes vantagens na sua gestão, Rui Caldeira, *O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo*, 2014, p.13, disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/23051>. “O que caracteriza o investimento em capital de risco, é a imitação do tempo do investimento sendo o retorno decorrente do ganho ou maisvalia da participação no desinvestimento”, Pedro Pais de Vasconcelos, “O acionista de capital de risco – dever de gestão” in II congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2012, p.158.

⁶⁷ Um *business angel* é um investidor que fornece fundos para uma empresa *startup*, habitualmente em troca de dívida convertível ou participação no capital, Cf. Eduardo Sá Silva, *Dicionário de Gestão*, Porto, Vida Económica, 2013, p.49. O mercado de investimento dos *business Angels* na União Europeia, em 2013, foi cerca de 5 mil milhões de euros. Tem-se estudado bastante esta figura com o objetivo de regulamentar o *crowdfunding* devido às suas parecenças, Maxence Décarre e Emilie Wetterhac, *Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding*, 2014, p.21, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

não têm capacidade.

Robert Shiller mencionou algumas ideias sobre a democratização das finanças que é fulcral termos em conta: “A democratização da finança funciona lado a lado com a humanização das finanças. Nessa medida, é importante que a finança seja humana e incorpore um conhecimento cada vez mais sofisticado da mente humana nos seus sistemas, modelos e previsões (...) A chave para alcançarmos os nossos objetivos e realçarmos os valores humanos é manter, e melhorar continuamente, um sistema financeiro democrático que tenha em conta a diversidade de motivos e impulsos humanos. Precisamos de um sistema que permita que as pessoas realizem negócios complexos e estimulantes em prol dos seus objetivos e que permita um escape para o nosso instinto de agressão e sede de poder. Tem de ser um sistema que redirecione os inevitáveis conflitos humanos para uma arena onde se tornem fáceis de lidar, uma arena que seja, simultaneamente, pacífica e construtiva”⁶⁸.

O *crowdfunding* é a ferramenta ideal para promover esta democratização, devido à sua capacidade de através das plataformas eletrónicas, que neste caso é a *internet*, prestar apoio a um maior número de indivíduos na realização dos seus investimentos, sempre que o pretenderem, de uma forma eficiente, principalmente, às pequenas e médias empresas para que estas consigam, efetivamente, adquirir esse financiamento. Deste modo, essa expansão da informação, permite que se alargue os conhecimentos na economia e as participações da sociedade no sistema financeiro.

⁶⁸ Robert Shiller foi um economista, académico e escritor norte-americano, Robert Shiller, *A Ética das Finanças* tradução de Pedro Carvalho e Guerra e Rita Carvalho Guerra, Lisboa, Bertrand Editora, 2015, pp.395 e 402.

As novas tecnologias, que possibilitaram o surgimento do *crowdfunding*, potenciam a eficiência e a expansão do princípio económico interligado com o financiamento do público: a distribuição do risco⁶⁹. No fundo, esta forma de financiamento tem, a mesma tarefa económica que os mercados de capitais de alocação de recursos e concentração de poupanças para mais e melhores investimentos, como também para a promoção de uma maior estabilidade a nível económico. Além do mais, a tecnologia possibilitou um tratamento prestigiado da informação, certificando a atenção dos agentes em assuntos mais relevantes entre as trocas comerciais⁷⁰. Neste sentido, é importante manter-se a estratégia comercial no mundo cibernético e das plataformas eletrónicas na sua otimização, evitando-se a escassez da atenção nos mesmos.

1.4.2. As desvantagens do *crowdfunding*

Como desvantagens desta forma de financiamento, temos a fraude, o risco de perda dos montantes investidos e dos projetos, uma vez que não está associado qualquer sistema de garantia, o branqueamento de capitais, a ausência de um mercado secundário e o atual sistema de patentes fragmentado⁷¹, compreendendo-se a importância na proteção dos investidores e da propriedade intelectual dos beneficiários. *“Como as plataformas são abertas, qualquer competidor pode ter acesso aos detalhes do produto e de toda a campanha do projeto, o que aumenta ainda mais a vulnerabilidade do projeto, visto as ideias estarem expostas diretamente ao público”*⁷². Outrossim, não se pode omitir e ficar indiferente à grande assimetria de informação⁷³,

⁶⁹ Teresa Rodríguez de Las Heras Ballell, “El Crowdfunding... ob.cit., p.105.

⁷⁰ *“A riqueza da informação cria a pobreza de atenção e a necessidade de distribuir essa atenção eficientemente perante uma abundância de fontes informação que a poderão consumir”* Herbert Simon, Designing Organizations for na Information-Rich World, 1969, pp.6 e 7, disponível em: <https://known-production.s3.amazonaws.com/uploads/attachment/file/2005/DESIGNING%2BORGANIZATIONS%2Bfor%2BInformation-Rich%2Bworld%2B--%2BSimon.pdf>.

⁷¹ Cf. Parecer da Comissão de Assuntos Europeus e da Comissão da Economia e das Obras Públicas sobre a 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*, COM (2014) 172, pp.5 e ss., disponível em: <http://oatd.org/>.

⁷² João Correia, *O financiamento de documentários através de ações de crowdfunding: o caso do projeto XTO*, 2012, p.18, disponível em: <http://oatd.org/>.

⁷³ João Vieira dos Santos *“Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades”* imprevista Eletrónica de Direito, nº 2, pp.5 e ss., disponível em: www.cije.up.pt/revistared.

entre os financiadores, os promotores.

Capítulo II

2. Em específico: do *crowdfunding* de capital

O *crowdfunding* manifesta-se de várias formas, conforme o tipo de atividade a desenvolver (filantropia, música, cinema, negócios), mas a diferença fundamental entre o tipo de atividade é concebida pela relação entre o empresário e o sujeito. Esta relação pode revelar-se de diversas formas, consoante o título a que a contribuição foi solicitada. Neste segmento de pensamento, daremos destaque ao já referido *crowdfunding* de capital ou *equity crowdfunding*, que se diferencia das demais modalidades de *crowdfunding* na medida em que os financiadores do projeto recebem a sua compensação em forma de capital, receita ou acordos de divisão dos lucros do empreendimento, tornando-se, desta forma, em partes interessadas no crescimento futuro da empresa.

Nesse sentido, o *crowdfunding* de capital tem vindo a expandir-se de uma forma extraordinária como meio alternativo de financiamento aos métodos tradicionais.

Esse crescimento extraordinário justifica-se pelo facto da importância que o *crowdfunding* de capital tem vindo a revelar para o financiamento das empresas de pequena dimensão. Este tipo de empreendimento, no entanto, depara-se com duas problemáticas – a incapacidade informativa provinda da falta de contacto entre as fontes de financiamento e as oportunidades de financiamento, e ainda os entraves a nível do acesso às fontes tradicionais de financiamento – e como iremos verificar, o *crowdfunding* de capital propõe-se, a corresponder.

No entanto, o *crowdfunding* de capital nada obstante, de deter riscos muito significativos para os investidores que se propõem a participar nesta modalidade de financiamento. O presente capítulo, objetiva ilustrar as características do financiamento colaborativo de capital, explanando tanto os riscos que podem advir desta modalidade, como a importância e as vantagens que esta pode assumir para os empreendedores e investidores.

2.1. Caracterização do *crowdfunding* de capital

Contrariamente às demais modalidades de financiamento, no *crowdinvestment* (seja *lending-based crowdfunding*, *securities-based crowdfunding* ou *equity crowdfunding*) existe uma expectativa de retrocesso ou de ganho no que respeita ao investidor. Esta modalidade de financiamento objetiva atende às necessidades de capital

das empresas, através da emissão de ações, de títulos de dívida ou de outra forma de remuneração que esteja dependente do balanço.

Desta forma, o *crowdinvestment* possibilita que pequenos investidores tenham o acesso ao mercado primário donde podem surgir oportunidades incomparáveis de retorno e que, de alguma forma, no quotidiano se encontram mais reservadas a profissionais – democratização do mercado de capitais. No entanto, não podemos desvalorizar o facto desta desregulação permitir fraudes e um excessivo risco de perdas para os investidores, devido à assimetria informativa existente e a taxa de insucesso (a fraude e a possibilidade de BC/FT é por isso real, e também nas demais formas de crowdfunding em que o objeto pode ser não verídico).

Esta modalidade de *crowdfunding* acaba por ser complexa devido aos problemas de regulação jurídica e económica com que nos vamos deparar. Há legislação específica, de direito societário e direito económico (bancário, dos valores mobiliários, da concorrência), que aliam um empreendedor que pretende lançar uma *open call*. Outras hipóteses são as atividades típicas como a consultoria e a recomendação sobre o investimento ou a receção e execução das ordens, que acabam por ser cingidas a agentes profissionais administrativamente reconhecidos como qualificados para a sua atuação.

Nesse sentido, são concebidos novos intermediários para o investimento (gestores das plataformas), que não se encontrem vinculados pelo exclusivo legal – exceto que sejam qualificados como instituições de crédito ou sociedades financeiras (arts. 3º, 10º pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de dezembro, RGICSF73 e estejam autorizadas a praticar serviços bancários e de investimento (intermediários financeiros – arts. 289º e 293º do Código dos Valores Mobiliários, doravante ora designada CodVM)⁷⁴. A exclusividade destas atividades financeiras típicas e a regulação a que estão sujeitas provêm da carência de proteção de um interesse geral.

⁷³ Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de dezembro (RGICSF).

⁷⁴ Artigos 289º e 293º do Código dos Valores Mobiliários, (CodVM).

As economias de mercado a que maioria das sociedades modernas estão sujeitas, pendem do Bom e acabam por ser um desempenho concorrencial nos mercados, havendo ainda muito que se compreende ser ilusório, no que concerne, à promoção da perfeição destes mecanismos.

Entendemos que a ausência de intervenção pública que obsta ou preencha as falhas cinzentas de mercado sucede no acaso dos mercados para a imperfeição com fortificadas externalidades públicas negativas.

Apesar de ainda ser um fenómeno relativamente recente, o *crowdfunding* – e em particular, o *crowdfunding* de capital – tem sido objeto de alguns estudos empíricos que visam caracterizar este tipo de financiamento como um fenómeno económico. Essa caracterização é fundamental para que possamos entender esta forma de financiamento e estabelecer os termos em que ela deve ser regulada.

A primeira característica associada à realidade do *crowdfunding* e que podemos mencionar é o corolário de as chamadas de capital efetuadas na sua esfera terem uma variedade extensa de destinatários. Por essa razão, é constante observar-se que a contribuição de cada investidor numa campanha de *crowdfunding* é restrita. Este facto, por sua vez, leva a que as campanhas de *crowdfunding* de capital, dirijam à formação de bases acionistas diversificadas, em que os acionistas demonstram dificuldades em gerenciar-se ou em aceder à informação sobre a empresa e aos termos pelo qual esta é gerida.

Aditivamente, o *crowdfunding* é visto como uma modalidade de financiamento não constrangida geograficamente⁷⁵. Denota que pode haver grandes distâncias entre os investidores e os beneficiários de uma campanha de *crowdfunding*, comparativamente com o que geralmente se verifica nas empresas que procuram financiamento junto de sujeitos mais tradicionais: que nestes casos, a decisão final do financiamento depende da existência de laços pessoais primordiais ou da hipótese de conduzir *due diligence* à empresa *in loco*⁷⁶.

⁷⁵ 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)

⁷⁶ AGRAWAL; CATALINI; GOLDFARB, Working Paper 19133, p 20.

Noutra perspetiva, as contribuições adquiridas através do *crowdfunding* demonstram centralizar-se num pequeno número de projetos e nas mesmas geografias em que as fontes tradicionais de financiamento arriscam. Reforça-se ainda que a probabilidade de financiamento adquirido através das campanhas de crowdfunding aumenta com o capital acumulado conforme se aproxima o final da campanha. Por fim, interessa referir que tanto os empreendedores como os investidores pendem para uma postura otimista sobre o futuro dos empreendimentos financiados através do *crowdfunding*. Este otimismo assumido pelos sujeitos é inesperado no caso do financiamento colaborativo de capital, visto que esta modalidade de financiamento é caracterizada por uma ampliação do nível da assimetria informativa entre empreendedores e investidores que se verifica constantemente na esfera do *crowdfunding*⁷⁷.

Esta ampliação ocorre pelo facto de a tomada de decisões no âmbito do *crowdfunding* de capital resultar da angariação de uma determinada quantidade de dados que não encontra correspondência noutras modalidades de *crowdfunding*: como iremos verificar, as decisões de investimento de *crowdfunding* de capital não se envolvem de forma exclusiva com o cálculo da probabilidade de determinado projeto ser guiado a bom termo⁷⁸, ou da probabilidade de um empreendedor ser capaz de pagar uma dívida⁷⁹ estabelecida, mas antes com a precipitação do valor da empresa como totalidade, abrangendo a sua capacidade de conceber rendimentos futuros⁸⁰.

O *equity crowdfunding* abrange uma oferta ao público, como modalidade particular de proposta contratual direcionada a uma generalidade de sujeitos. Existe uma “*declaração feita por uma das partes (...) que, uma vez aceita pela outra, dá lugar ao aparecimento de um contrato*”, estando confirmados os pressupostos de completude, de existência de uma intenção notória de contratar e de forma⁸¹.

⁷⁷ *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*, p99).

⁷⁸ Caso concreto do *Crowdfunding* com recompensa.

⁷⁹ Caso concreto do *crowdfunding* por empréstimo.

⁸⁰ EUROPEAN COMMISSION DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, *op cit*, p.5.

⁸¹ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, Tratado de Direito Civil Português, Parte Geral I, Tomo I, 3ª ed., Almedina, 2009, pp. 552-558.

Caracteriza-se por ser uma proposta, elaborada por um intermédio de uma plataforma online ou mediante um meio de divulgação semelhante, pelos beneficiários/fundadores do projeto, de subscrição de participações sociais ou de outros mecanismos financeiros da sua empresa (*equity-like arrangements*)⁸², direcionada a uma diversidade de potenciais investidores.

Especificamente, as ações representativas do capital social podem constituir duas categorias: mediante ações ordinárias, “*exprimindo a situação típica comum de acionista (...)*”⁸³, compreendendo, no seu conjunto de direitos, o direito aos dividendos e o direito ao voto, bem como o direito de preferência na subscrição de capital em aumento por entradas em dinheiro. Normalmente, esta classe de ações é subscrita por investidores de uma maior dimensão, devido ao preço mais elevado da ação, enquanto o pequeno investidor subscrive ações de categoria B que, na maior parte das vezes, não incorporam direitos de voto nem direitos de subscrição preferencial⁸⁴⁻⁸⁵.

Na classe de *equity-like arrangements* é importante fazer menção dos acordos de participação de lucros⁸⁶.

⁸² COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd ...* p.10. “*Equity-like arrangements*” é um termo utilizado em AHLERS, GERIT K.C/CUMMING, DOUGLAS/GUNTER, CHRISTINA/SCHWEIZER, DENIS “Signaling in Equity crowdfunding” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2015, pp. 957, para descrever os mecanismos que não constituem ações ou quotas.

⁸³ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed. Almedina, 2012, p. 396.

⁸⁴ Prática comum nas plataformas de *equity crowdfunding*. Cf. Hewet, Chris. Estas ações são ações diminuídas e não privilegiadas, uma vez que, não permitem um privilégio sobre os dividendos da sociedade. Cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito...* pp. 397-423.

⁸⁵ O facto de as ações de categoria B não possuírem direitos de preferência na subscrição de novas ações por entrada em dinheiro tem sido muito criticado na medida em que contribui para um aumento de diluição da massa acionista. Cf. AHMED, MURAD, “*Critics raise concern about equity crowdfunding site crowdcube*”, *The Financial Times*, 26 de maio de 2015, disponível em: <https://www.ft.com/content/e9d998c2-ee93-11e4-88e3-00144feab7de> data da consulta a 13-06-2024.

⁸⁶ COUTO, ANA SÁ/COLAÇO, FREDERICO ROMANO, “*O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº39, p.131, WILSON, KAREN E./TESTONI, MARCO, “*Improving the role...*”, p.2, e SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, “*CROWDFUNDING...*”, P.15-16.

Nesta modalidade introduzem-se, os direitos aos lucros (*profit participation rights*)⁸⁷, que consiste num contrato simples em que o investidor não tem em consideração a qualidade do sócio, mas apenas a de terceiro participante nos lucros do empreendimento – tendo direito a uma determinada percentagem do lucro do exercício – sendo que a relação jurídica estabelecida entre o investidor e a empresa provém de um acordo cujo conteúdo vai de encontro ao domínio da autonomia da vontade, dentro dos limites legais. Na hierarquia de contentamento dos pagamentos, o investidor manifesta-se como credor da sociedade, sendo pago com prioridade em comparação aos dividendos dos sócios⁸⁸. De outra maneira, pode ainda recorrer-se à associação em participação, que consiste num contrato em que um sujeito, pode praticar ou não uma atividade económica, associar-se a uma sociedade comercial, contribuindo, dessa forma, para a atividade com uma prestação patrimonial e recebendo, em troca, uma percentagem dos lucros da atividade, participando, assim nos lucros e perdas da entidade beneficiária.

Em suma, no que diz respeito à distribuição de lucros, há a possibilidade de recorrer a um empréstimo com participação nos lucros (*profit-participating loan*), que consiste num mútuo em que o mutuante recebe uma percentagem dos lucros ou de receita⁸⁹ da empresa, sendo de forma generalizada contratualizado o pagamento de um juro fixo em cada prestação.

Finalmente, também é permitida a subscrição de obrigações convertíveis em ações⁹⁰ em sede de *equity crowdfunding*. Uma forma de valor mobiliário que engloba o direito à restituição do capital mutuado e o recebimento dos respetivos juros e ainda o direito de converter a responsabilidade numa ação da sociedade.

A multiplicidade de formas de compensação do investidor em respeito ao *equity crowdfunding* fundamenta o impedimento em caracterizar com precisão esta modalidade de *crowdfunding*.

⁸⁷ Este tipo de compensação é muito comum na Alemanha e na Áustria. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*, p.5.

⁸⁸ GOMES, FÁTIMA, *O Direito...* p.445.

⁸⁹ A compensação m forma de receita surge como uma forma alternativa de *equity-like arrangement*.

⁹⁰ Arts. 365º a 372º do CSC.

Apesar disso, alicerçando com o que foi expresso, podemos afirmar que o financiamento colaborativo de capital funda uma proposta de cariz contratual, direcionada ao público, de subscrição de participações no capital da empresa ou de outros mecanismos financeiros formalmente semelhantes – dado que presumem o interesse e a necessidade do investidor em relação ao êxito da empresa -, por intermédio de uma plataforma eletrónica online ou através de um meio de comunicação proporcional.

Com o objetivo de expor uma visão contemporizadora do enquadramento jurídico, passamos nesta fase a investigar, de uma forma mais precisa, alguns dos modelos de negócio do crowdfunding de capital mais manuseados. Estas modalidades de negócio, surgiram como práticas de mercado até aos dias de hoje, sendo resultado da configuração contratual assumida entre os financiadores e os gestores das plataformas eletrónicas e do enquadramento regulatório em que se acionam as transações⁹¹.

Antes de qualquer outro modelo, temos o modelo da participação direta. Nesta modalidade o investidor subscreve, em mercado primário, uma participação no capital social de uma sociedade promotora de um projeto, tornando-se assim, titular de uma participação, que pode ser representada por valores mobiliários ou não (no caso das ações). Na situação de estas incorporarem ações, estas podem ser ordinárias ou ter privilégios patrimoniais com perda de direitos de voto, representando um modelo híbrido entre *equity* e *debt*. Após a subscrição, os investidores tornam-se titulares de todos os direitos que incorporam o *status socii*. Os contratos utilizados neste modelo aproximam-se dos *private equity*, deslocando-se por um *investment agreement* (*Equity subscription agreement*) e um acordo parassocial.

De seguida, podemos referir o modelo fiduciário. Neste modelo, um terceiro converte-se em titular da participação social na sociedade em que é efetuado o investimento, à ordem do investidor, que é o *beneficial owner* do investimento. Por conseguinte, o terceiro fiduciário torna-se o interlocutor singular junto da entidade financiada, podendo desta forma agilizar a realização de futuras rondas de financiamento.

⁹¹ Sobre este tema, cfr. ESMA, *Investment-based crowdfunding – insights from regulators in the EU*, 2015 (ESMA/2015/856_Ann_1). P.5 e SS.

Semelhante ao modelo supra identificado é o modelo de veículo de propósito específico (doravante ora designada SPV). Neste modelo os investidores celebram um contrato com um terceiro, que no fundo, faz o papel de um adjunto das contribuições financeiras desses investidores e, seguidamente, efetua esse investimento através da plataforma. Este modelo acaba por ser equiparável com a aquisição de uma participação no SPV ou com a concessão de empréstimos modificados em participação social do SPV na promotora do projeto.

Dessemelhante é o modelo de empréstimo com partilha de lucros. Este modelo aplica ao investidor o direito à partilha de lucros, durante um determinado período de tempo, em virtude de um contrato de empréstimo que é celebrado indexado aos resultados da sociedade financiada, com mecanismo a um procedimento de derivação. O investigador não fica sócio da sociedade que evolui o projeto mas partilha dos seus resultados lucrativos. Essa partilha pode provir de juros variáveis indexados aos resultados da sociedade; da apreciação da sociedade numa situação de cessação de contrato; ou mesmo reconduzir-se à partilha de fundos, em relação e de forma proporcional do investimento, num evento de liquidez.

Por último, temos os modelos que aplicam os instrumentos de dívida convertidos em participações sociais, de natureza contratual ou na vertente de valores mobiliários (*convertible bonds ou notes*). Neste contexto, a sociedade financiada desfere instrumentos de dívida ou contrai empréstimos que serão transformados em participações no capital, segundo requisitos pré estipulados, em futuras rondas de financiamento. A principal finalidade será que a apreciação da sociedade se faça num determinado curto espaço de tempo no futuro, podendo desta forma, ser importante em sociedades com uma elevada competência de crescimento, mas com um futuro indefinido.

2.2.Riscos associados ao *crowdfunding* de capital

A condição de incerteza está interligada ao *equity crowdfunding*. Como já foi referido anteriormente, o insucesso de projetos financiados por esta modalidade de *crowdfunding* é bastante elevado, estando os investidores mais propensos a este tipo de risco. A incerteza acentua-se se se tiver em consideração a falta de profissionalização da gerência destas empresas, gerenciadas pelos fundadores do projeto. O elevado grau de risco coopera com a problemática de avaliação do projeto, donde pode beneficiar ou lesar

os sócios da empresa futuramente⁹². Em relação aos investidores, também se pode apontar como risco o facto de não haver ainda um mercado secundário consolidado para as ações subscritas ao recurso desta forma de financiamento⁹³.

A potencialidade de um grande número de investidores conter uma participação na empresa é outra razão para muitos dos problemas que têm surgido devido ao *equity crowdfunding*. Primeiramente, podemos apontar a diluição das ações, causando uma redução no montante investido pelos investidores e seguida pelo fator *longo-prazo* para a aquisição de lucros. Aponta-se assim a ausência de incentivo dos investidores em analisar projetos e realizar uma *due diligence* independente, uma problemática que recai sobre os esquemas de *all-or-nothing crowdfunding*. Neste segmento de pensamento, e sendo que estas situações ocorrem tecnologicamente através das plataformas eletrónicas, o risco de não se enquadrar um adequado nível de comunicação entre a gerência e os investidores pode provocar para a inércia dos gestores. Por outro lado, um aumento do número de sócios, poderá consumir de uma forma excessiva o tempo e os recursos necessários à gerência que, na fase inicial da empresa, deve concentrar as suas atenções de forma prioritária no crescimento, desenvolvimento e viabilização do projeto. Desta forma, podemos apontar o surgimento de problemas de gerência na governação da sociedade financiada. Por um lado, temos os investidores que visam que os gestores da empresa promovam o desenvolvimento da empresa a longo-prazo. De outro modo, os fundadores que, apesar de participarem na empresa, correm o risco de quererem em determinada situação retirar algum benefício do seu estatuto de empresário mais prematuramente do que é suposto.

A problemática da agência e do risco de insucesso acentuam-se se se tiver em consideração o elevado grau de assimetria de informação que existe nesta modalidade de financiamento. Os fundadores têm acesso a informação mais privilegiada. O motivo justificável para este tipo de situação encontra-se não só pelo já mencionado desinteresse do investidor, mas também devido ao reduzido grau de formação financeira do pequeno investidor, que não pode ser aconselhado nos seus projetos de investimentos pelas plataformas eletrónicas.

⁹² COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd...*p.23.

⁹³ TURAN, SEMEN SON, “Stakeholders...”, p.149.

Todas estas situações que acabamos de expor, contribuem para o agravamento do fenómeno de *free riding* entre os investidores, surgindo assim uma espécie de imitação do investimento do reduzido número de investidores mais inteirados, sendo que os custos de *due diligence* são canalizados apenas a estes últimos. Estes riscos evidenciam-se na perspetiva do quadro legislativo que se tem vindo a desenvolver para o financiamento colaborativo de capital. Neste sentido, a segurança e proteção do investidor poderá ser posta em causa no sentido em que a informação partilhada publicamente é muito menor ou de menor qualidade em comparação com aquela que é publicada por empresas com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado. Esta redução de exigências poderá levar a que o desinteresse do investidor, o risco de exigência de problemas de agência e o risco de fraude⁹⁴ se agravem mais.

A assimetria de informação, a falta de formação dos investidores, o facto de todo o processo decorrer por via *online* e a ausência de impedimentos à entrada, são situações que provocam o surgimento de um “*lemons problem*” no que concerne a esta modalidade de financiamento que é o *crowdfunding de capital*⁹⁵. Tendo em consideração que os investidores têm menos acesso à informação do que os fundadores do projeto, e tendo em consideração o risco do negócio, os investidores estarão dispostos a oferecer uma quantia mais reduzida em relação a uma participação. De qualquer das formas, os fundadores de projetos dignos e com potencial, por terem acesso à informação, muitas das vezes, não estão dispostos a baixar o valor da subscrição, à proporção que fundadores de maus projetos ou fraudulentos, estão disponíveis para vender a sua ação por qualquer preço. Decorrente dessa situação, os investidores acabam por ter uma tendência maior para investir em projetos sem potencial, criando-se uma seleção adversa.

Resumidamente, embora não exista a obrigação de divulgação de todos os detalhes do projeto em específico, os seus fundadores correm o risco de se depararem com o risco de perda de controlo de potenciais direitos de propriedade industrial sobre a sua ideia por publicarem *online* o projeto antes de adquirem fundos suficientes para desenvolver e colocar em prática o mesmo.

⁹⁴ O risco de fraude caracteriza-se na potencialidade de falsos projetos captarem investimento disponível. Cf. VALANCIENE, LORETA/JEGELEVICIUTE, SIMA, “*Valuation of crowdfunding...*”, p.44. .

⁹⁵ AKERLOF, GEORGE, “*The Market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism*”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº3, agosto 1979, pp.488-500.

Outro risco que podemos apontar, ocorre durante o período em que se realiza uma campanha de financiamento colaborativo de capital, em que os investidores que participem na mesma, correm o risco de valorizarem de forma incorreta a empresa em que se propõem a valorizar.

Este risco designa-se como uma extensão do risco de valorização incorreta de projeto inerente a todas as outras peculiaridades de *crowdfunding*. De certo modo, todos os investidores em campanhas de *crowdfunding* estão propensos a avaliarem de forma incorreta as características do projeto que pretende arranjar o financiamento, minimizando a probabilidade de esse projeto não ter o sucesso antecipado. Porém, os investidores em campanhas de financiamento colaborativo de capital correm o risco da definição incorreta do valor da empresa como um todo.

O risco de medir de forma incorreta o valor de uma empresa, e o valor dos direitos de participação no seu capital social acabam por ser superior do que o risco de medir incorretamente o valor de um projeto. Esta ideia provém do facto da valorização de uma empresa estar dependente da contabilização dos chamados *cash flows* e do custo de capital proveniente da sua atividade como um todo, ou ainda, pela forma como o mercado contabiliza os ativos das empresas similares à que é objeto de financiamento – o que pode manifestar alguma dificuldade no que concerne, em particular, nos casos de *star-ups* inovadores e de pequena dimensão.

A apreciação de uma empresa é ainda dificultada no sentido em que as empresas tendem a ter uma característica associada à sua forma de funcionamento de permanência, enquanto nos outros projetos de forma generalizada, têm períodos de “vida” mais reduzidos. Isto quer dizer que o valor de uma empresa resulta do seu valor na perpetuidade, calculado conforme uma taxa de crescimento e com base em valores de *cash flows* que podem não ser refletidos no seu futuro.

Desta forma, o nível de incerteza do *crowdfunding* de capital é muito mais significativo em comparação com outras modalidades de *crowdfunding* à medida que se pede ao investidor que analise a capacidade de determinado empreendedor constituir valor para os acionistas da empresa financiada, sendo certo, que essa análise é muito difícil.

O risco de sobrevalorização de uma empresa que seja alvo de financiamento colaborativo de capital é agilizado pelo facto da sua avaliação ser inúmeras vezes realizada por investidores que não sejam qualificados⁹⁶, ou seja, que improvavelmente estão em condições de executar tarefas complexas de forma eficiente⁹⁷ – contrariamente com o que ocorre com as fontes de financiamento mais tradicionais (bancos). A esta falta de consciencialização, podemos ainda acrescentar a propensão dos investidores em campanhas de *crowdfunding* de capital para serem otimistas e envolverem-se noutros projetos pelo ramo da economia de comportamento.

2.3.A importância do *crowdfunding* de capital

Apresentados os riscos verificados no *crowdfunding* de capital, a eclosão e o desenvolvimento desta modalidade de financiamento não pode deixar de provocar algum alarido, no que concerne, aos bancos que antes desempenhavam um papel importante na seleção das empresas e projetos de sustentabilidade financeira, assim como, na governação dos empreendimentos que financiavam.

A exatidão é que esta modalidade de *crowdfunding* apresenta, inúmeras vantagens que tornaram esta modalidade popular entre os investidores e empreendedores, sendo o impulso para o desenvolvimento de muitos projetos, que antes viam os seus horizontes e sonhos com impedimentos.

A primeira vantagem interligada ao *equity crowdfunding* detém-se com a capacidade que esta forma de financiamento tem em completar o já referido *equity gap*⁹⁸ que as pequenas empresas e *startups* sofrem. Para além de conseguirem financiamento, os beneficiários de *equity crowdfunding* conseguem fugir aos elevados custos associados ao recurso dos mecanismos tradicionais das ofertas públicas de subscrição.

⁹⁶ De acordo com AHLERS, há uma grande probabilidade que os pequenos investidores do *crowdfunding* tenham pouca experiência na avaliação deste tipo de investimentos (AHLERS *et al*, *op cit*, p.17).

⁹⁷ EUROPEAN COMMISSION DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, *op cit*, p.6.

⁹⁸ Este défice de financiamento ou *funding gap* tem sido apontado como um importante obstáculo ao desenvolvimento económico dos nossos dias, que se agravou com as restrições que o setor bancário colocou aos pedidos de empréstimo na sequência da crise económica de 2008.

Simultaneamente, ao cederem parte do capital social da empresa a mais indivíduos, os beneficiários deixam de concentrar todo o risco do negócio, contrariamente do que acontece no financiamento por endividamento nas formas tradicionais.

O facto de não ser imprescindível ceder qualquer prestação de garantia, de não ser necessário reembolsar o capital já investido em caso de insolvência e de os fundadores do projeto assegurarem um maior controlo da sociedade, contrariamente com que acontece na governação das sociedades de capital de risco, transformam esta forma de financiamento mais cativante para projetos com um levado risco inicial, com pouca ou nula liquidez e com uma grande dependência de uma gestão que seja próxima dos seus fundadores.

O *equity crowdfunding* possibilitou o que se assistisse ainda, nos dias de hoje, a uma “democratização” da qualidade do investidor estendida a todos os indivíduos e não somente, a investidores profissionais ou familiares e amigos dos fundadores dos novos projetos. Esta cadeia de investidores, pode colaborar para a criação da credibilidade da empresa e providenciar uma distribuição geográfica de oportunidades acessíveis a um vasto número de projetos que de outra forma não conseguiriam obter financiamento.

É fundamental referir o notável papel das plataformas de financiamento. O facto de agirem como centrais de informação e de incorporação de oferta e de procura e de terem ainda um resistente estímulo à execução de auditorias a cada projeto (*du diligence*), coopera para um aumento de eficiência dos investimentos feitos. Simultaneamente, as plataformas de financiamento exibem demonstrações de legitimidade e de segurança aos potenciais investidores, bem como sinais de confiança e pura transparência, proporcionando que cada investidor observe quantos outros acreditam no projeto. Não menos importante, referimos o marketing e da sua função perante as plataformas, oportunizando os fundadores a aferir o comportamento do público às suas propostas ainda antes de estas serem postas em execução.

Especificamente, em relação aos investidores, estes na modalidade do *crowdfunding* de capital, prestigiam o acesso a oportunidades de investimento indisponíveis no passado, seja por motivos de constrangimentos geográficos ou devido a alguns empreendimentos não chegarem sequer a iniciar-se por falta de financiamento. Devido ao *crowdfunding* de capital, como já mencionado anteriormente, pequenos investidores espalhados por toda a esfera geográfica podem sonhar com a sua participação no financiamento de uma “*next big thing*”. Interligada com esta vantagem, podemos referir ainda o facto de que o *crowdfunding* de investimento, assim, como o *crowdfunding*

no geral, possibilita que os investidores tenham uma experiência, no geral, de cariz comunitário numa atividade social.

Portanto, o *crowdfunding* possibilita, ainda, aos investidores fiscalizar os riscos a que se encontram expostos dado que torna plausível o investimento de quantias pequenas de capital. Os riscos que se verificam no caso dos investidores pode ser reduzido, tendo em vista que a diminuição dos custos de comunicação entre os beneficiários do *crowdfunding* e os investidores podem colaborar no processo de agregação de informação e monitorização por parte dos investidores.

Por último podemos ainda referir que o *crowdfunding* fomenta aos investidores mais chegados do empreendedor uma formalização do financiamento, e que por meio do *crowdfunding* de capital, assume a forma de um contrato escrito entreposto pela plataforma de *crowdfunding*.

No caso dos empreendedores que recorrem ao *crowdfunding* de capital usufruem, do acesso a uma fonte de financiamento previamente ilusória, sendo este um fator importante para os investidores impossibilitados de recorrer às fontes tradicionais do financiamento.

O *crowdfunding* de capital coadjuva, ainda, para a redução dos custos de financiamento dos empreendedores, porquanto, que as plataformas de crowdfunding colocam os empreendedores em contacto com uma agregação de indivíduos com maior interesse em financiar o seu projeto, independentemente da sua localização e na medida em que o financiamento coloca opressão nas fontes tradicionais de financiamento.

Deste modo, o *crowdfunding* identifica-se como sendo um mecanismo que auxilia a alocação de capital assente no encontro de vontades entre um número mais amplo de agentes, em que a geografia deixa de ser um constrangimento ou, melhor dizendo, um impedimento. O fluxo de capital disponibilizado pelo *crowdfunding* promove, ainda, o emprego, a inovação e tecnologia, e ainda o crescimento da economia real.

As vantagens interligadas com esta modalidade de *crowdfunding* tem proporcionado um crescimento no encorajamento comum entre a doutrina. De qualquer das formas, não devemos esquecer os riscos a que lhes estão associados e que, nos dias de hoje, dificultam a sua regulação, tornando-a difícil e incerta.

Encerramos, este capítulo com uma análise do enquadramento jurídico presente aplicável ao *crowdfunding* de capital em Portugal, bem como as adversidades levantadas por esta modalidade que podem ser aperfeiçoadas.

2.4. Enquadramento aplicável ao *crowdfunding* de capital em Portugal

Na UE, o aparecimento deste novo fenómeno que é o *crowdfunding* de capital e o seu crescimento, aparenta surgir de três agentes concorrentes: a inexistência de um regime comunitário unido extensível ao financiamento coletivo do capital, a qualidade de liberdade disponibilizada aos Estados Membros pela Diretiva dos Prospetos, e a ocorrência da maioria das jurisdições ter oscilado em usar essa qualidade de liberdade para regular esta modalidade de *crowdfunding*.

Desta forma, o *crowdfunding* de capital expandiu-se ao nível da EU, no espaço deixado por um vazio em termos legais que veio fazer com que se desenvolvessem distintos modelos de estruturação desta modalidade de financiamento⁹⁹.

Em situações passadas, pode-se verificar o surgimento de uma concordância, no sentido que, os beneficiários nesta modalidade de financiamento são levados por riscos muito notáveis; o desenvolvimento do *crowdfunding* de capital pode ser muito favorável para a economia, mas a sua não regulação – principalmente a situações que conduzem a episódios de fraude – pode consideravelmente reverter esse desenvolvimento em fracasso.

Por essa razão, o vazio legal em que atua o *crowdfunding* de capital, tem vindo a ser completado por vários Estados Membros da EU – incluindo Portugal¹⁰⁰. O regime jurídico do *crowdfunding* estabelecido em Portugal foi adotado pela Lei nº 102/2015 de 24 de agosto – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo doravante, (“RJFC”).

⁹⁹ HORNUF; SCHWIENBACHER, op cit, p 7.

¹⁰⁰ Entre as várias estruturas adotadas a nível europeu reconhecem-se modelos contratuais de partilha de lucros, estruturas no cerne 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 intervenção 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, executando-se a conversão no momento em que se dá uma segunda ronda de financiamento (SPACE TEX CAPITAL PARTNERS, op cit , p 6).

O RJFC caracteriza o financiamento colaborativo como “*o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais*” (cf. Artigo 2.º do RJFC).

A regulação do financiamento colaborativo em Portugal segue também outras regulamentações conexas, especificamente: (i) a Portaria nº344/2015 de 12 de outubro (cf. Artigo 12.º, nº2 do RJFC), no que concerne ao procedimento do registo das plataformas de financiamento colaborativo social e, (ii) o Regulamento nº 1/2016 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante, “CMVM”) em relação ao financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo.

No entanto, a entrada em vigor das normas que constam no RJFC, no que diz respeito ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, e do Regulamento nº 1/2016 da CMVM, ficou pendente da entrada em vigor do regime sancionatório que se aplica nos casos de violação das normas que constam no RJFC.

Neste segmento de pensamento, a Lei nº 3/2018 de 9 de fevereiro, veio definir esse mesmo regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento de atividades de financiamento colaborativo procedendo assim, à primeira alteração à Lei nº 102/2015 de 24 de agosto, que promoveu o regime jurídico do financiamento colaborativo.

A Lei nº 3/2018 de 9 de fevereiro, diferencia o *crowdfunding* através de capital ou empréstimo do *crowdfunding* através de donativo ou recompensa – enquanto que a regulação das primeiras modalidades cabe à CMVM, a fiscalização das segundas modalidades é da responsabilidade da Autoridade de Segurança Alimentar e Económica (“ASAE”).

Vale ressaltar que, o crowdfunding identifica uma segmentação entre o *crowdfunding* não financeiro ou social e o crowdfunding financeiro ou de investimento.

O art.º3 do RFJC, independentemente de não localizar qualquer diferenciação entre as modalidades de financiamento colaborativo social ou de investimento, expõe as fundamentais modalidades de financiamento colaborativo, a saber:

- a) *O financiamento colaborativo através de donativo, pelo qual a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem entrega de uma contrapartida não pecuniária;*
- b) *O financiamento colaborativo com recompensa pelo qual a entidade financiada, em contrapartida pelo financiamento obtido;*

- c) O financiamento colaborativo de capital, pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros;
- d) O financiamento colaborativo por empréstimo através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação.

Relativamente à regulação, com o surgimento desta nova modalidade financeira debate-se, atualmente, o carecimento de proteção dos investidores a quem um empreendedor ou beneficiário pede de forma publica, através de meios informáticos (*internet*), a canalização de poupanças a uma definida empresa (*lato sensu*). Esta solicitação ao público é efetuada de forma exclusiva, por meios informáticos – através de “Plataformas” que usam a *internet* - e os projetos a que se direciona são inovadores e de maior risco – sendo, por isso, de difícil financiamento pelos meios tradicionais, principalmente numa parte inicial. O desentendimento sobre a regulação desta atividade surge quando um empreendedor ou beneficiário assegura ao publico, de forma geral, um retorno ou atribui como contrapartida do financiamento instrumentos financeiros¹⁰¹. Existem, neste sentido, valores em apreensão na regulação do *crowdfunding* que se encontram à procura de uma constância entre dois valores heterogêneos: a estimulação da economia e a proteção dos investidores. De um modo simples, esta apreensão evidencia-se da seguinte maneira: por um lado, a ausência de regulação ou a adoção de normas menos rígidas propenderá a estimular o recurso ao *crowdfunding* e, de uma forma indireta, o desenvolvimento positivo da economia real; por outro lado, a inserção de um regime de *crowdfunding* com regras mais onerosas para empreendedores e entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* propenderá a preservar mais os investidores beneficiários dessas obrigações. De um modo genérico, quanto mais se preservar os investidores, mais se oneram os beneficiários do *crowdfunding*, e menos se estimula o crescimento económico¹⁰².

¹⁰¹ Guilherme Catarino, *Crowdfunding* eit., 6.

¹⁰² 8 Maria Clara Natividade Martins Pereira, *da regulação do crowdfunding de capital*, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão, em 31 de marco de 2016, Católica Faculty of Law/Católica Lisbon Business & Economics, 33.

Desta forma, entendemos que uma menor regulação e supervisão numa atividade desenvolvida pelo aforro público abrange um enorme risco de fraude ou de financiamento de atividades ilícitas (como o caso do branqueamento de capitais e do financiamento de terrorismo). O risco também de não retorno de quantias mutuadas, ou de contrapartidas monetárias por impossibilidade de cumprimento do devedor, é existente e maior pela menor informação e correspondente supervisão¹⁰³.

Por esse motivo, o *crowdfunding* de capital só é um meio de financiamento exequível, nesses modos, de estimular a economia – se os investidores se sentirem informados e seguros e se forem estabelecidas normas que assegurem a minimização das situações de fraude. Se os empreendedores não reunirem formas ou meios suficientes para assegurar a proteção dos investidores, essa tarefa deve ser desenvolvida pela regulação¹⁰⁴.

¹⁰³ Guilherme Catarino, *Crowdfunding* eit., 28.

¹⁰⁴ 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).

2.4.1 A solução portuguesa: O enquadramento comunitário

2.4.1.1. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

A Lei nº102/2015 caracteriza no seu artº 2, o que é o financiamento colaborativo *“O financiamento colaborativo é o tipo de financiamento de entidades ou das suas atividades e projetos através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da internet, a partir das quais procedem à angariação de contributos ou de parcelas de investimento em dinheiro provenientes de pessoas singulares e coletivas na qualidade de apoiantes ou de investidores”*.

Como já referido anteriormente, o RJFC apresenta quatro modalidades de financiamento colaborativo, de forma taxativa. Primeiramente, o financiamento colaborativo através de donativo, em que a entidade financiada recebe um donativo com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária. Em segundo, temos o financiamento colaborativo com recompensa, pelo qual a entidade financiada fica vinculada à prestação do produto ou serviço financeiro, em compensação ao financiamento obtido. Seguidamente, o financiamento colaborativo por capital, em que a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros. Por último, o financiamento colaborativo por empréstimo, em que a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados na altura da angariação. Contrariamente com outros ordenamentos jurídicos, em que mais adiante iremos debruçar-nos sobre esse facto, o RJFC determina normas comuns para todas as modalidades, em que conecta num regime jurídico o financiamento colaborativo social (através de donativo e com recompensa) com o financiamento colaborativo de investimento (de capital e por empréstimo).

Nestas normas, está disposto apenas que podem ser gestoras de plataformas de financiamento colaborativo as pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada em que cada plataforma pode conciliar mais de que uma modalidade de financiamento colaborativo¹⁰⁵.

¹⁰⁵ Cfr. Artº 4 do RJFC

O RJFC prevê que as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo devem garantir aos investidores o acesso a informação que esteja relacionada com os produtos colocados e disponíveis através das mesmas plataformas, bem como sigilo de toda a informação trocada com os seus investidores. Para além disso, devem também certificar de que todas as normas legais e regulamentares aplicáveis à prevenção de conflitos de interesses são cumpridas e respeitadas (art.º 5 do RJFC).

Mais adiante do estabelecimento de mais normas de informação e outras normas protetoras entre a entidade gestora de plataforma e os investidores e entre os beneficiários e os investidores nos artigos 6º a 8º do RJFC, outro ponto importante que nos devemos debruçar resolvida pelo RJFC é a de saber o que ocorre nos casos em que os projetos não alcançam o montante previamente definido. No artigo 9º, nº1 do RJFC é nos dito que *“caso os montantes indicados não sejam angariados nos prazos definidos, consideram-se sem efeito os negócios entretanto celebrados, devendo os beneficiários do investimento proceder à devolução dos montantes que tiverem recebido nos casos em que essa transferência já tenha ocorrido, sem prejuízo do disposto no número seguinte”*. Podemos ver que aqui se encontra presente o modelo *all or nothing* clarificado.

No entanto, no nº 2 do artigo 9º do RJFC refere que *“se a oferta previr expressamente a possibilidade de alteração dos montantes e dos prazos, e esse facto tiver sido comunicado inicialmente aos investidores, as plataformas devem notificar todos os investidores da alteração superveniente das condições de subscrição, identificando, consoante os casos, qual o novo prazo de subscrição ou qual o novo montante máximo a angariar”*. Os nºs 3 e 4 da mesma norma, referem que apenas está prevista a possibilidade de uma prorrogação de prazo ou alteração de montante por cada oferta e em caso de alterações à oferta deve ser estipulado um prazo para cancelamento das subscrições já efetuadas. Esta fórmula dada pelo RJFC é interessante e bastante inovadora, comparativamente com outros ordenamentos jurídicos, que por norma, optam somente pelo modelo *all or nothing* ou, como no ordenamento espanhol, um modelo *all or nothing* mitigado, em que se o projeto atingir uma percentagem de 90% do montante indicado, poderá existir uma alteração da oferta.

A fórmula portuguesa parece, visivelmente, moderada e positiva para todas as partes envolvidas, sendo esta solução também encontrada a nível da legislação europeia, para os prospectos das ofertas públicas de valores mobiliários, em que os investidores têm o direito de revogar a sua aceitação no prazo de dois dias úteis após a publicação da adenda ao prospecto, segundo o disposto do nº2 do art.º23 do Regulamento (UE)

nº2017/1129.

O nº1 do art.º10 do RJFC abrange uma norma importante no que concerne à aplicação das relações implícitas ao financiamento colaborativo, especialmente, na relação entre os beneficiários do financiamento e os investidores, os regimes que dizem respeito aos tipos contratuais celebrados com acesso às plataformas de financiamento colaborativo, principalmente a doação, compra e venda, prestações de serviços, emissão e transação de valores mobiliários e mútuo, bem como as disposições sobre a segurança da propriedade intelectual quando estas tenham um carácter relevante. Desta forma, ficamos clarificados quanto à expansão do RJFC.

O RJFC também determina que as plataformas eletrónicas devem estar organizadas e sintonizadas de maneira a identificar com eficácia prováveis conflitos de interesses e exercer de forma a impossibilitar ou diminuir o risco do seu acontecimento, não estando permitidos os seus titulares, trabalhadores ou outros prestadores de serviços, a conter interesses inversos aos dos beneficiários ou investidores, ou seja, numa situação de conflito o dever das plataformas é atuar de forma neutra e de forma a assegurar aos investidores e aos beneficiários um tratamento igualitário e completamente transparente¹⁰⁶.

Em relação às modalidades, em concreto, do financiamento colaborativo, sobre o *crowdfunding* de donativo e por recompensa, não nos vamos alargar por não ser a modalidade que se enquadra no presente estudo. Mencionamos apenas que o RJFC prevê especificamente para estas modalidades que as plataformas eletrónicas têm o dever de

¹⁰⁶ Cfr. Art.º11 do RJFC.

comunicar o começo da sua atividade à Direção-Geral das Atividades Económicas¹⁰⁷, que cada oferta disponibilizada está exposta ao limite máximo de angariação de dez vezes o valor global do projeto a financiar¹⁰⁸.

Em relação ao *crowdfunding* de capital e por empréstimo, que é sobre esse tema que estamos a debruçar o nosso estudo, o RJFC presume em particular a necessidade de um registo prévio das entidades gestoras das plataformas junto da CMVM, registo que tem como incumbência garantir e certificar a supervisão dos pressupostos para o exercício da atividade pelas plataformas de financiamento colaborativo e possibilitar a organização dessa mesma fiscalização, bem como garantir o controlo da credibilidade da gestão dos operadores da plataforma, devendo a CMVM regulamentar todo o processo de registo, estando inserida nesta função, os pressupostos de acesso e causas de indeferimento, assentes, em particular, na demonstração da credibilidade dos titulares das plataformas, prazos, regime de suspensão e cancelamento do registo e outras formalidades que estejam relacionadas¹⁰⁹.

Ainda em relação a estas modalidades de financiamento, são determinados deveres de informação das plataformas em relação aos investidores, no sentido de as plataformas terem de assumir uma política e matéria de conflito de interesses cingida a escrito¹¹⁰, assim como limitações ao investimento, distinguidos em função do rendimento anual dos investidores, que no fundo devem ser decididos e estipulados pela CMVM em regulamento¹¹¹. Como podemos verificar nesta breve exposição do RJFC, existem alguns deveres que foram atribuídos à CMVM, nomeadamente, o dever de densificação por regulamento, que ocorreu em 2016 e no qual nos debruçaremos adiante.

¹⁰⁷ Cfr. Art.º12º, nº1 do RJFC.

¹⁰⁸ Cfr. Artº 13º do RJFC.

¹⁰⁹ Cfr. Art.º15º do RJFC

¹¹⁰ Cfr. Art.º 17º e 19º do RJFC

¹¹¹ Cf. Art.º21º do RJFC

2.4.1.2.O Regulamento da CMVM nº1/2016

O Regulamento da CMVM nº1/2016 exerce o regime previsto no RJFC aprovado pela Lei nº102/2015, de 24 de agosto (que continua em vigor, apesar de muitas normas já terem sido revogadas), no que concerne ao acesso da atividade de intermediação de financiamento colaborativo, causas de indeferimento e registo das entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo, aos deveres das entidades gestoras das plataformas de financiamento colaborativo, às obrigações de informação dos beneficiários do financiamento colaborativo às plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo para efeitos de informação aos investidores e à CMVM, aos limites máximos de angariação, aos limites ao investimento, às relações com serviços bancários como os de pagamento e aos deveres de prevenção de conflitos de interesses pelas entidades gestoras das plataformas¹¹².

No Regulamento podemos verificar o cuidado de certificar uma gestão transparente e prudente das entidades que desenvolvem as plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo e, neste aspeto, determina-se que sejam utilizadas, de forma escrita, políticas e procedimentos conformes e eficientes que regulem, o controlo interno ligado à atividade, à prevenção de fraude e de branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo, entre outras situações. Para além desse fator, as plataformas devem também assumir a forma escritura, modelos de organização interna de forma a prevenir conflitos de interesses entre as partes envolvidas.

Assim, podemos evidenciar de que a CMVM tem a tarefa de supervisionar, especialmente, a credibilidade dos membros constituintes do órgão de administração ou gestão das entidades gestoras de plataformas eletrónicas de investimento em financiamento colaborativo, assim como na adoção, de políticas e métodos de controlo interno, que garantam, principalmente, os propósitos já mencionados de uma gestão correta e transparente, de diligência de situações de fraude e branqueamento de capitais, de defesa e tarefas relacionadas com as plataformas de financiamento colaborativo, do respeito pelas normas e deveres de informação aos investidores e do rápido reconhecimento e diminuição de conflitos de interesses.

¹¹² Cfr. artigo 1º do Regulamento

Como referido no artº 2 do Regulamento, as entidades que gerenciam as plataformas de financiamento colaborativo devem agrupar, pelo menos, uma das seguintes condições: um capital social inicial mínimo, integralmente realizado de 50.000,00€; um seguro de responsabilidade civil que tenha uma cobertura mínima de 1.000.000,00€, por sinistro e, em termos globais de 1.500.000,00€ para todos os sinistros que possam ocorrer por ano; ou um acordo entre as duas opções anteriormente mencionadas, desde que daí resulte um grau de segurança proporcional para qualquer uma das partes envolvidas de forma sólida e isolada.

Tendo em atenção que as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo não estão permitidas a deter fundos na sua pose, nos termos do artº3 do art.º 21º do RJFC, o Regulamento dispõe no seu art.º 20 a imposta intervenção de uma entidade autorizada à prestação de serviços de pagamento para a realização do investimento, tendo em atenção as normas legais e regulamentares que comandam os serviços.

O Regulamento dispõe que o beneficiário, em relação a cada oferta de *crowdfunding*, estructure e faculte à plataforma de financiamento colaborativo e aos investidores as “informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo” (IFIFC), proporcionais a um documento informativo equivalente ao atualmente exigido para a maior parte dos fundos de investimento, também célebre por “informações fundamentais destinadas aos investidores” (IFI), nos termos do Regulamento (UE), nº583/2010. O principal objetivo das informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo é compreender as informações principais para que o investidor consiga tomar uma decisão de investimento fundamentada sobre as vantagens e os riscos de determinada oferta. Por esse motivo, implementa-se que as informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo devem ser elaboradas em português, de forma clara e de linguagem não técnica.

A forma das informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo consta no anexo II do Regulamento e deve compreender as informações relativas às ofertas, mais precisamente em relação a definição da atividade ou do produto que se vai financiar, o montante e o prazo para angariação e do preço dos valores de cada unidade e ainda a maneira de determinação do preço. As informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo devem ainda dispor da informação que se encontra disposta no nº2 do art.º16 do Regulamento, principalmente, a informação sobre as situações de risco de perda parcial ou total dos

montantes investidos e também, em relação aos produtos e atividades a financiar através do financiamento colaborativo que não são instrumento de supervisão e fiscalização pela CMVM ou por outra entidade de supervisão financeira. As informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo necessitarão de ser entregues de forma gratuita ao investidor, num momento prévio à aceitação da oferta, sendo que a entidade que gere a plataforma em causa tem a tarefa de assegurar a sua fidelidade e inteligibilidade, assim como a comprovação da sua receção pelo investidor e a tomada de conhecimento das informações e recomendações em momento prévio à subscrição da oferta¹¹³.

No que concerne aos limites ao investimento, constitui-se que os investidores não podem ultrapassar os 3.000,00€ por oferta de 10.000,00€ no total dos seus investimentos através do financiamento colaborativo no período de um ano. No entanto, estes dois limites não se aplicam a (i) pessoas coletivas (ii) pessoas singulares que tenham um rendimento anual igual ou superior a 70.000,00€ e (iii) aos investidores profissionais segundo o disposto nas alíneas a) a k) do art.º 30º do CVM¹¹⁴.

Além do mais, o Regulamento estabelece que o limite máximo de angariação por oferta é de 1.000.000,00€, não havendo possibilidade de uma atividade ou um produto em sede de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo exceder esse limite, no período de um ano, podendo esse limite ser obtido através de uma única oferta, ou por um conjunto de várias ofertas a terem posição a nível da União Europeia. Na eventualidade de as ofertas se destinarem a serem subscritas, de forma exclusiva, por investidores que sejam pessoas coletivas, investidores profissionais ou pessoas singulares com rendimentos anuais iguais ou superiores a 70.000,00€, os limites máximos sobem para 5.000.000,00€¹¹⁵.

Por fim, referimos que o art.º 15 do Regulamento, completa e clarifica o disposto no art.º10, nº2 do RJFC, fortalecendo que apenas as entidades que estão legalmente habilitadas para o efeito, estão permitidas a desenvolver atividades e intermediação financeira e disponibilizar crédito, a título profissional com recurso a plataformas de

¹¹³ Cfr. artigo 17º, nº1 do Regulamento

¹¹⁴ Cfr. artigo 12º do Regulamento

¹¹⁵ Cfr artigo 19º do Regulamento

financiamento colaborativo, ficando subordinadas às normas legais e regulamentares que dominam as respetivas atividades. Portanto, como já referido e disposto no RJFC, não está previsto qualquer derrogação dos regimes da relação subjacente nem do regime da atividade de intermediação financeira. É de reforçar, que o Regulamento dispõe que as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo, na elaboração do seu registo junto da CMVM, têm o dever de indicar se revestem ou não natureza de intermediário financeiro ou agente vinculado de intermediário financeiro e, na segunda situação, indicando o intermediário financeiro ao qual se encontram vinculados¹¹⁶.

Sucintamente, a admissão a esta nova atividade está dependente de um regime de autorização da Plataforma, denominado “registo prévio”. Como requisitos prévios, pretende-se não só uma supervisão prévia, mas também uma supervisão contínua ou *ongoing* (arts.º15 e 17º, nº2 do Regulamento). O registo está dependente de um capital social mínimo de 50.000,00€, um seguro de responsabilidade civil ou outra garantia semelhante (art.º 4 do Regulamento), donde se deve clarificar se estamos perante um intermediário financeiro ou um agente vinculado, como já referido.

Em relação aos conflitos de interesses, é proibido a plataforma remunerar os colaboradores por tarefas realizadas (art.º5, alínea c)), nesse sentido, recorreu-se à perfilhação de regras de conduta e formas de organização que seguem e respeitem a *chinese walls* e o tratamento confiável igualitário dos investidores (art.º6 e 5º, nº1, alínea b) e c)), sendo esta uma das matérias mais importantes no *crowdfunding* e na sua regulação.

A organização interna do intermediário é estabelecida na Lei, na esfera da prevenção de fraudes e má conduta, matéria esta que tem igualmente um grande peso (arts.º 16 e 21º). Nos arts.º 6º, 7º, 9º e 10º podemos deparar-nos com as normas que se estendem perante as questões de prestação de informação e de confidencialidade de todas as partes envolvidas no projeto. Como já referido, os projetos que são fechados com os beneficiários são estabelecidos e disponibilizados *online* e podem candidatar-se ao financiamento pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou até mesmo estrangeiras (art.º 6 e 7º). Importante referir que também existe o dever de informação sobre o

¹¹⁶ Cfr. artigo 4º, nº1, alínea j) do Regulamento

cumprimento das normas fiscais e contributivas sobre *business plans*, características da oferta, riscos envolvidos, montantes angariados e termos de proposta pública. Para além disso, a entidade financeira tem o dever de prestar e cumprir deveres de informação direta à CMVM e de forma indireta que se dá através do envio à plataforma eletrónica para disponibilização e publicitação (art.º 9, 10º, 17º e 19º), ou seja, existem várias normas de regulamentação e supervisão, relativamente, à obrigatoriedade de prestação por parte do beneficiário, de informação prévia e posteriori, em adição à informação *ad hoc*.

No que concerne, aos investidores o excessivo risco de perda de capital determinou a fixação de montantes máximos a gastar, por projeto ou oferta, por pessoa, em relação ao investimento anual e ao montante total junto (limite máximo anual global estipulado em todos os investimentos e em todas as plataformas de *crowdinvestment*). No entanto, não foi estipulado pelo legislador os critérios básicos e gerais de regulamentação destes limites máximos de agregação (art.º 18º, nº2).

A lei designou-se a adotar uma regra de cariz mais geral de *all-or-nothing*: “*caso os montantes indicados não sejam angariados nos prazos definidos, consideram-se sem efeito os negócios entretanto celebrados (...)*” (art.º 9, nº1). Nestas circunstâncias, os beneficiários terão de proceder à devolução dos montantes que tinham agregado para investir se os tiverem recebido, mas se não tiver ocorrido a transferência e passagem do valor em causa a favor dos beneficiários, será a gestora da plataforma eletrónica que será responsabilizada e terá de devolver os montantes agregados e depositados (art.º9, nº1).

Em situações de aumento de capital social ou venda de parte desse capital social pode ser adotada a condição de *keep what you get*. Nos casos em que estejamos perante sociedades anónimas temos o regime da subscrição incompleta, em que a proposta pode ser também válida se se tiver antevisto a aceitação de uma subscrição que não alcance o valor fixado (arts.º 279º 282º do CSC). Portanto, a Lei permite que haja a alteração de oferta nos prazos e no montante desde que as condições estejam expressas nos termos iniciais da oferta em causa.

O legislador assumiu que nem sempre a totalidade dos montantes requeridos são fundamentais para o arranque do projeto, ou que estes podem vir a ter inúmeras fases de financiamento, ou que podem iniciar a sua atividade com uma escala menor e ser

produtivo ao mesmo tempo. Todavia, os investidores podem não aceitar as alterações e reaverem os montantes fornecidos (art.º 9, nº4).

2.4.2. Caminhos alternativos para a regulação do *crowdfunding* em Portugal

Investigando o enquadramento jurídico que lidera a regulação do *crowdfunding* de capital no ordenamento jurídico português, achamos necessário indicar alguns caminhos alternativos para a regulação do *crowdfunding* de capital em Portugal.

Preliminarmente, afirmamos que muitas medidas estabelecidas no âmbito do enquadramento jurídico português são positivas e de grande significado para o desenvolvimento desta forma de financiamento. São de ovacionar, principalmente, as medidas estabelecidas na perspetiva das entidades beneficiárias do *crowdfunding* de capital, como a obrigação de prestação de informações por via do preenchimento e entrega de formulário inicial e ainda a prestação de informação para além do momento da campanha inicial.

Outras formas que são de saudar, são a medidas de imposição de deveres e obrigações impostas às entidades gestoras de plataformas eletrónicas de *crowdfunding*, e ainda, o seu papel como intermediários financeiros. Achamos que o empenho da regulação nestas entidades conduz a condições de serem verdadeiros *gate keepers* do financiamento colaborativo de capital.

Já a regulação do *crowdfunding* de capital em concreto, achamos que este está exposto a mais críticas devido à utilização de um conceito de *crowdfunding* para ancorar o âmbito de aplicação a nível do RJFC e à imposição de limites máximos às ofertas públicas intermediadas por plataformas eletrónicas. No nosso ponto de vista, consideramos que o legislador português se devia ter prescindido de definir o *crowdfunding* na Lei e que deveria, antes, ter estabelecido e concedido um regime jurídico destinado, especificamente, à matéria aplicável aos financiamentos de montantes inferiores a 5.000.000,00€ através do *crowdfunding*.

Para além das críticas que fomos mencionando de forma individual, consideramos e defendemos que o legislador português deveria ter manifestado um cuidado maior na matéria referente aos riscos provenientes do *crowdfunding* de capital para os investidores enquanto acionistas. Como anteriormente referido, os riscos corridos pelos investidores do *crowdfunding* de capital não findam durante a campanha inicial, mas sim, ao longo do desenvolvimento da sociedade financiada, à proporção que as suas ferramentas de

governança, muitas das vezes, demonstram ser ineficazes de forma a permitir uma monitorização adequada de gestão por parte da base acionista formada em resultado da utilização do *crowdfunding*.

Particularmente, entendemos que prósperos caminhos a serem conhecidos pelo legislador português, podem incluir a inserção de obrigações adicionais de monitorização sobre as entidades gestoras das plataformas de *crowdfunding*, visto que estas, no seu papel de *gate keepers* e enquanto intermediários financeiros na ligação entre os investidores em projetos e campanhas de *crowdfunding* e os seus beneficiários, se encontram numa posição favorecida para proceder a essa mesma monitorização.

Na divulgação de projetos ou empresas, deve existir o cumprimento pelo princípio da proporcionalidade entre os incentivos de investimento da plataforma eletrónica e as advertências para os riscos interligados aos projetos e ao *crowdfunding*. O uso de ferramentas e instrumentos tradicionais de supervisão e fiscalização a priori possibilita a obtenção de informação e desta forma, anteceder situações de práticas ilícitas que possam a vir ocorrer.

Na regulação da prestação de informação prévia sobre a atividade de *crowdfunding* de capital ou projeto do beneficiário, os riscos e as advertências, achamos que se deve recorrer a novos meios de difusão, ou seja, meios interativos de aferição da experiência e dos conhecimentos dos investidores.

A supervisão constante ou *ongoing* deve resumir-se também em supervisões continuas ou especiais (aplicadas a cada situação em concreto) *on desk* e *on site*. Consideramos ser também importante as intervenções ad hoc ocasionadas pelas queixas, reclamações ou pesquisas efetuadas pelo regulador nas redes sociais e através de meios informáticos nas plataformas. Sendo fundamental a inspeção *on site*, através de um acompanhamento adequado pela intermediação de equipas multidisciplinares, com o intuito de verificar as plataformas e as redes sociais utilizadas.

Outro fator que achamos fulcral para o aferimento do sucesso e insucesso dos projetos e para a sua transparência e segurança pública do público investidor é a obrigatoriedade de a plataforma publicarem no seu website estatísticas de onde consignem os valores globais angariados, os projetos e o seu desenvolvimento, assim como os beneficiários que estão em *default* ou com dificuldade em cumprir as normas acordadas e estabelecidas.

Consideramos, por fim, que poderia reconhecer-se o mérito interligado à introdução obrigatória de direitos de *tag along* em sociedades financiadas através do

crowdfunding de capital, e de normas do qual a venda de participações sociais dos sócios fundadores da empresa beneficiária do *crowdfunding*, ficassem sujeitas a um género de acordo do direito dos acionistas minoritários a vender as suas participações sociais em situações idênticas.

Capítulo III

3. Direito Comparado

3.1. Breve análise de Direito Comparado

Os ramos do Direito englobados pelo *crowdfunding* de investimento, incorporam desde o direito público (matérias respeitantes ao direito financeiro, nomeadamente, dos valores mobiliários) e direito bancário até ao direito privado (matérias relacionadas com direito civil e comercial). Neste aspeto e tendo em conta os demais ordenamentos jurídicos, são inúmeras as soluções legislativas apresentadas respeitantes à regulação da atividade de *crowdfunding*.

No âmbito da presente dissertação, cabe-nos proceder a uma breve análise comparativa do regime jurídico do *crowdfunding* de capital em outros ordenamentos jurídicos, nomeadamente, nos Estados Unidos da América, Reino Unido, Espanha, Itália, Alemanha e França, bem como a sua regulação a nível da União Europeia.

Tenciona-se através deste estudo, compreender as dessemelhanças e compatibilidades, no que diz respeito, ao modelo de regulação adotado pelos outros ordenamentos jurídicos, desta atividade de *crowdfunding*. O motivo que nos levou a escolher estes estados membros, prende-se com o facto de serem ordenamentos jurídicos relativamente próximos do nacional.

3.1.1. O *crowdfunding* de capital nos EUA

O regime do crowdfunding nos EUA foi aprovado em 5 de abril de 2012, inserido no Título III do *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* ou “*Capital Raising On line While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012*” também denominado de *Crowdfund Act*¹¹⁷.

O regime das *Securities and Exchange Commission* (SEC) autorizou a que as normas finais respeitantes ao *crowdfunding* (que regulam o Título III do JOBS Act e que entraram em vigor a 16 de maio de 2016), estabelecessem o quadro regulatório geral do *crowdfunding* nos EUA.

¹¹⁷ CORDEIRO, António Menezes; DE OLIVEIRA, Ana Perestrelo; DUARTE, Diogo Pereira – *Fintech, desafios da tecnologia financeira, 2017*, Almedina, Coimbra, pág. 265, ss.

Segundo o disposto do *Securities Act de 1933*, qualquer uma das ofertas *securities*¹¹⁸ deve ser registada junto da SEC, a menos que beneficie de uma exceção. Uma dessas exceções que existia antes da exceção do *crowdfunding*, é a que está disposta nas regras 504, 505 e 506 da *Regulation D* e que com as demais formalidades, isenta da obrigação de registo a oferta feita a “*accredited investors*” como estipulado na *rule 501* da *Regulation D*¹¹⁹, ou seja, aqueles que denominaríamos de qualificados ou profissionais.

O *crowdfund Act* teve como objetivo essencial, alterar a nova secção do *Securities Act*, no sentido de estipular uma exceção para o registo junto da SEC de determinados procedimentos de *crowdfunding* que, de outra maneira, estariam obrigadas a proceder ao registo ao abrigo da *Section 5 da Securities Act*, mas que agora podem ser direccionadas a todo o género de investidores e não apenas aos qualificados.

Esta exceção está dependente da concretização de requisitos tanto em relação aos emitentes quanto às ofertas em si, como requisitos emitentes para que as sociedades possam beneficiar do *crowdfunding*: (i) sociedades estrangeiras; (ii) sociedades obrigadas a reportar nas condições do *Exchange Act*; (iii) certas sociedades de investimento; (iv) sociedades que se debruçam sobre as regras de desqualificação do *crowdfunding* (v) sociedades que violem as normas anuais de reportes durante dois anos consecutivos; (vi) sociedades sem *business plan* específico ou que objetivam entrar em fusões e aquisições com sociedades que não estejam identificadas.

A *Section 4 (a) (6)*, ao *Securities Act* exige que estejam reunidos também diversos requisitos que dizem respeito à oferta e às *securities* informadas no seu âmbito: uma das primeiras normas é que o financiamento angariado não pode ser superior ao montante agregado de 1.000.000 de dólares, num período de 12 meses anterior à data da transação (*Section 4, 6, A*). A regra 227.100 (c) clarifica, que, para se calcular esse limite, devem estar incorporadas todas as entidades controladas ou sob controlo comum do emitente. No entanto, a SEC referiu que o limite estabelecido não impede o emitente de angariar financiamento fora desta norma de *crowdfunding*.

A exceção do *crowdfunding* presume a intermediação obrigatória da oferta: o portal do *crowdfunding*.

¹¹⁸ A expressão “*security*” é definido na Sec. 2. do *Securities Act de 1933*, o que consequentemente irá recair sobre este regime um conjunto de vários modelos de negócio no cerne do *crowdfunding* de capital.

¹¹⁹ Cfr. ROBERT STEINHOFF, cit., pp. 680-681; STEVEN BRADFORD, *Crowdfunding*, pp.45 e ss.

A finalidade principal é a de que o intermediário atue como *gatekeeper* em relação à oferta. Desta forma, para que um emitente possa beneficiar da exceção da *Section 4 (a) (6)*, ao *Securities Act*, a oferta deve ser efetuada através de um intermediário que é ou um intermediário que esteja registado com um *broker-dealer* junto da SEC, ou um novato tipo de intermediário denominado de *funding portal* (*section 4.A (A)*), do *crowdfunding Act* e das 227.300 *final rules*.

As normas estipulam certas exigências e responsabilidades para a atividade dos intermediários que devem ser cumpridas, designadamente: (i) têm o dever de disponibilizar aos investidores materiais educativos; (ii) devem perfilhar medidas e soluções de forma a reduzirem o risco de fraude; (iii) têm de disponibilizar aos investidores informação sobre o emitente e a oferta; (iv) devem de facultar meios de comunicação sobre as ofertas feitas na plataforma eletrónica; (v) têm de disponibilizar a oferta e venda de títulos emitidos no seguimento de financiamento de *crowdfunding*.

No que concerne a normas aplicáveis à proteção dos investidores podemos apontar algumas que se encontram estipuladas na *Section 4.A(b)*, do *crowdfunding Act* e das 227.101 *final rules*, que devem ser comunicadas à SEC, aos investidores e aos intermediários que no fundo viabilizam a oferta em *crowdfunding*, como: (i) disponibilizar as informações referentes à direção e acionais com mais do que 20% do emitente; (ii) uma caracterização do negócio emitente e o uso que vai ser dado aos fundos que foram angariados (iii) as normas dos títulos emitidos, os valores das participações para o público e a estratégia de estipulação de valor, o objetivo do financiamento, o prazo que foi estipulado para se atingir determinado fim e a informação sobre se o emitente concordará com investimentos que sejam transcendentais ao objetivo; (iv) os riscos que estão associados ao investimento; (v) informação sobre as condições monetárias do emitente; (vi) informação monetária conjunta com a informação fiscal.

A regra 227.203 (1) das *final rules*, estipula que os emitentes têm a obrigação de registar a oferta junto da SEC e de disponibilizar, ao intermediário e plataforma (antes da oferta) o formulário C e fazer as modificações caso estas sejam relevantes. Devem também fazer atualizações na informação de forma a que se alcance 50% e a plenitude dos objetivos de investimento.

O emitente ou sujeito que intervém no projeto, não está permitido a fazer

publicidade à oferta, como disposto na *Section 4.A (b) (2)*, do *crowdfunding Act* e 227.204, das *final rules*. Porém, é permitida a divulgação da oferta, desde que cumpra os requisitos: (i) a alegação de que o emitente está a efetuar uma oferta de *crowdfunding*, a denominação da plataforma intermediária e uma relação para com a plataforma do intermediário; (iii) a publicação das condições da oferta, como o número de títulos objetos da oferta, a natureza dos mesmos, o custo e o término do período da subscrição. Outra questão que é importante reforçar, é que não é ilícita a publicação e partilha de informação desde que todas as comunicações efetuadas sejam acessíveis e a identidade do emitente seja exposta de forma idêntica.

No que concerne, à proteção dos investidores, a exceção da *Section 4 (a) (6)* ao *Securities Act* estipula alguns limites relativamente ao investimento que devem ser tidos em conta, como: (i) o mais elevado de 2.000 dólares ou 5% do rendimento anual ou património líquido caso este seja inferior a 100.000 dólares; (ii) 10% do rendimento anual ou património líquido, caso o rendimento anual do investidor seja de 100.00 dólares ou superior a este. Para concluir, está disposto na 3ª instrução à regra 227.100 (a) (2), das *final rules*, que o emitente pode apoiar-se na entidade gestora da plataforma, no que respeita ao cumprimento dos limites. Por esse motivo, o emitente não está permitido a desenvolver a mesma oferta em várias plataformas, estando somente interdita a uma, segundo a regra 227.100 (3) das *final rules*.

Consumamos, assim, que nos Estados Unidos da América, existe uma grande favorecimento no acesso de pequenos investidores e pequenas empresas ao mercado, com um limite exigente ao valor do investimento no *crowdfunding*, de forma a evitar que o investimento deixe de pertencer ao público e passe a ser dos investidores qualificados e institucionais.

3.1.2. O equity-crowdfunding no Reino Unido

No Reino Unido, a regulação do *crowdfunding* iniciou-se pela entrada em vigor no dia 1 de abril de 2014, do *The FCA's regulatory approach to crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, que foi publicado pela *Financial Conduct Authority*, em 6 de março de 2014.

Quanto ao *equity-based crowdfunding*, a FCA clarifica que as regras não interferem ou limitam a legislação existente, especialmente no que diz respeito aos requisitos legais e as limitações inseridas nas secções 755 e 756, do *Companies Act* de 2006, a secção 85, do *Financial Services and Markets Act*, e a Diretiva do Prospeto. As

normas de proteção dos investidores são, precisamente, as regras gerais que já vigoravam em relação ao mercado de capitais, interligados a uma nova proibição: a impossibilidade de comunicação e aprovação de ofertas financeiras diretas a clientes de retalho, de *securities* que não são espontaneamente realizáveis e desenvolvíveis em dinheiro.

A regulação acontece através da introdução dos 4.7.7 a 4.7.19, do *Conduct of Business Sourcebook* (COBS) e expande-se às comunicações ou reconhecimentos de promoções financeiras de ofertas diretas de *securities* que não sejam espontaneamente realizáveis, sejam estas efetuadas por intermédio de plataformas eletrónicas (*internet*) ou por outra forma. A sua colocação é efetuada pelas empresas de investimento que estejam autorizadas a esse cargo nos termos da DMIF ou não autorizadas (as atividades de investimento devem ser efetuadas por empresas de investimento autorizadas pela FCA).

No *equity-crowdfunding* estarão em virtude, sobretudo, os serviços de receção, transmissão e realização de obrigações e possivelmente, a gerência de patrimónios coletivos, que devem ser realizados pelos intermediários financeiros qualificados pela DMIF. A FCA objetiva, essencialmente, a maximização da proteção do investidor, adotando uma *media-neutral approach*. O motivo da regulação é de limitar as ofertas diretas de *non-readily realisable securities*, em outros termos, os títulos de participações que não são complexos de analisar e que não têm ou têm de forma limitada um mercado secundário.

Desta forma, a norma geral é da que está proibida a uma empresa a aprovação e comunicabilidade de ofertas financeiras diretas de *securities* que não são espontaneamente realizáveis e clientes de retalho, exceto se estiverem agregados todos os requisitos: (i) o cliente de retalho seja certificado como “*high net worth investor*”, “*sophisticated investor*” ou “*restricted investor*”; e (ii) essa entidade ou outro sujeito que se interligue ao projeto, relativamente às *securities* cumpra com o teste de adequação (*appropriateness*) no que diz respeito às normas de que tenha ou deva ter conhecimento sobre a oferta em causa.

A certificação destes investidores é feita com suporte em declarações dispostas nas secções 4.12.6R, 4.12.7R e 4.12.8R, do *Conduct of Business Sourcebook*. Um *certified restricted investor* é caracterizado por ser uma pessoa singular que assina, num período compreendido entre 12 meses, com termino no dia em que a comunicação é efetuada, em que se afirma: (i) nos 12 meses anteriores à declaração que não investiu mais do que 10% dos seus ativos (líquidos) em *non-readily realisable securities*; (ii) nos 12 meses posteriores à data da declaração que não irá de forma alguma, investir mais do

que 10% dos seus ativos (líquidos) em *non-readily realisable securities*.

Em relação ao montante das ofertas, não está previsto qualquer limite, sendo que as normas aplicáveis são as que estão estabelecidas na publicação de prospeto se a oferta for superior a 5.000.000. milhões de euros. No que diz respeito, ao *equity-crowdfunding* é importante considerar o reconhecimento da divulgação dos padrões de *due diligences* realizadas pelas plataformas e a importância de analisar com frequência as regras de categorização de clientes¹²⁰.

¹²⁰ A FCA especifica no seu *Policy Statement* que não acha apropriado estabelecer valores mínimos de *due diligence* ou comunicabilidade de informação para que se evite desta forma elevações dos custos regulatórios para os participantes das ofertas.

3.1.3. O crowdfunding de capital nos Estados Membros e na União Europeia

a) O equity-crowdfunding em Itália

Itália foi dos primeiros países da Europa a introduzir uma regulação sobre o *equity-crowdfunding*, em que se aprovou a eventualidade de uma oferta ao público, ser subscrita através de instrumentos financeiros desenvolvidos por *start-ups* revolucionárias, PMEs revolucionárias e organismos de investimento de carácter coletivo (OICR) e outras sociedades de capitais que invistam neste tipo de entidades e que no fundo, correspondam a um total inferior de 5.000.000 milhões de euros, quando estas são efetuadas através de plataformas eletrónicas (*online*). Estas normas sucedem do artigo 100-ter, 1, do *Testo Unico della Finanza* (TUF), interligado com o artigo 34-ter, 1, al. C), do *regolamento* 11971, de 14.05.1999. Como provém do artigo 2,1 do *regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, os instrumentos financeiros que estão permitidos a serem distribuídos nas ofertas são ações ou quotas no capital social ou unidade de participação da OICR, é o *equity-crowdfunding*.

O que é importante interiorizar neste ordenamento jurídico, é o facto de que existe uma limitação em relação às entidades que estão autorizadas a financiar através desta modalidade de *crowdfunding*. Comparativamente, com outros ordenamentos jurídicos, esta forma de financiamento apenas está ao dispor para as *star-ups* revolucionárias, PMEs revolucionárias e organismos de investimento coletivo (OICR) e outras sociedades de capitais que invistam neste tipo de entidades e não à generalidade de sujeitos. Na perspetiva deste ordenamento jurídica, uma *star-up* revolucionária é definida no *Decreto Legge*, 18.10.2012 nº179, com alterações da lei 17.12.2012, nº221, *Decreto crescita 2.0*, como a que desenvolve, gera e comercializa serviços revolucionários no cerne tecnológico.

O *regolamento* prevê medidas relativas ao oferente e à oferta para que estas possam vir a desenvolver-se através das plataformas eletrónicas. Em relação ao oferente, os estatutos das *star-up* revolucionárias e PMEs revolucionárias, têm de ter estabelecido, pelo menos, durante um período compreendido de três anos após a conclusão da oferta, um direito de exoneração e um *tag along*, a finalidade e as condições de exercer, a favor de todos os investidores que não sejam considerados qualificados, nas situações em que o sócio de controlo transmita, de forma direta ou indireta, o controlo da sociedade a um terceiro após uma oferta. Quanto à oferta (artigo 100-ter, nº1 do TUF com 34-ter, 1, c) do *regolamento* 11971, de 14.5.1999) provém de que esta deve ter uma totalidade inferior a

5.000.000 milhões de euros e que pelo menos 5% dos instrumentos financeiros devem ser subscritos por investidores qualificados e altamente profissionais, como as fundações bancárias ou incubadoras de *star-up*.

Segundo o disposto no artigo 25, 1 do *regolamento*, é necessário criar-se uma conta *escrow*: que no fundo são as angariações necessárias para a perfeição das ordens de aderência que são criadas numa conta indisponível destinada ao oferente. Nas situações em que haja o direito de exoneração, direito de revogação e imperfeição da oferta, as angariações devem ficar disponíveis na totalidade ao investidor.

Havendo uma subscrição recorrente de alienação de quotas em sociedades de responsabilidade limitada, o artigo 100-ter, nº2-bis, do TUF, prevê um regime alternativa para questões de titularidade e registo de quotas, para introduzir especificidades do *crowdfunding*. Para além disso, também está disposta uma norma para a eventualidade de o intermediário financeiro adquirir uma quota em nome próprio, mas conta do subscritor ou adquirente que tenha se tenha associado à oferta através da plataforma. Nesse tipo de situações, o intermediário financeiro deve transmitir ao registo da sociedade, num prazo de 30 dias sobre o fim da oferta a sua titularidade por conta de terceiros.

Nos termos do 50-quinquies, 1 do TUF, o desenvolvimento da gestão de uma plataforma eletrónica para recolha de capital, deve ser feita através desde portais em que a regra da intermediação é imperativa. Nos termos do 50-quinquis, 2 do TUF, o desenvolvimento da gestão destas plataformas eletrónicas ou portais, deve ser levada a cabo por empresas de investimento ou de bancos autorizados, que têm a obrigação de comunicar e notificar a CONSOB sobre o desenvolvimento de determinada atividade e averba-la no registo, assim como aos sujeitos subscritos junto da CONSOB como gestores de portais, segundo o disposto no artigo 4 e ss. do *regolamento*.

No entanto, as normas que respeitam à subscrição ou compra e venda de instrumentos financeiros, devem ser comunicadas exclusivamente a banco e a empresas de investimento, segundo o disposto no DMIF, assim como não podem receber fundos destinados a investimentos. O sujeito que gere a plataforma é considerada um *gatekeeper*, tendo como função não só garantir e verificar todas as condições relativas à oferta, como também tem o dever de prestar e comunicar informações sobre os instrumentos financeiros (artigo 24, 15 e 16 do *regolamento*). Para além disso, o sujeito deve também efetuar um teste de adequação semelhante ao descrito na DMIF para a aprovação do desenvolvimento desse cargo (artigo 13, nº5 do *regolamento*).

Os bancos e as empresas de investimento que estejam autorizadas a desempenhar

tais funções, devem desenvolver a sua atividade seguindo as normas que recebem e segundo o disposto na parte II do TUF (*disciplina degli intermediari*), exceto se o gestor da plataforma tenha efetuado o teste de adequação, como exposto anteriormente, ou que as normas não atinjam os seguintes valores: 500€ para pessoas singulares com limite anual de 1000€ e 5000€ para pessoas coletivas com limite anual de 1000€.

b) O *equity-crowdfunding* na Alemanha

Na Alemanha o regime do *equity-crowdfunding* provém da *Kleinanlegerschutzgesetz* de 5 de julho de 2015.

As ofertas públicas de valores mobiliários acarretam o dever de publicação de prospeto sempre que se atinja o valor de 100.000€, como referido no 3, (2) da *Wertpapierprospektgesetz* ou *WpHG*. A Lei do Investimento *Wermögensanlagengesetz* (de forma abreviada *VermAnIG*), determina as normas do dever de publicação de prospeto em relação a outras formas de investimento que não sejam apontadas como valores mobiliários para finalidade da *WpHG* ou unidade de fundos de investimento coletivo.

Segundo as alterações efetuadas no parágrafo 2 da 1, da *VermAnIG*, as ofertas e as participações em ativos que: (1) são gerenciados pelo emitente ou terceiro, em nome pessoal ou em nome de terceiro; (2) um empréstimo de sócio; (3) um empréstimo subordinado (4) outro investimento que garanta juros, pagamentos ou um acordo relativo a um ativo em troca de uma quantia de dinheiro, estarão consequentemente sujeitos à obrigação de comunicação e publicitar o prospeto.

No entanto as ofertas de investimentos, estão isentas de publicar o prospeto: (i) se o custo agregado do valor de investimentos disponibilizados por uma sociedade não ultrapassar os 2.500.000€; (ii) os investidores forem disponibilizados em conjuntos com intermediação de uma plataforma eletrónica (*internet*); e (iii) a plataforma seja uma empresa de serviços de investimento, como caracterizada na *Wertpapierprospektgesetz* ou sujeita à fiscalização segundo as normas do 34f, da *Gewerbeordnung* (*GewO* e 2a. abs. (1) e (3), da *VermAnIG*). No entanto, esta restrição não se aplica em casos em que um investimento do emitente esteja a ser oferecido de forma pública segundo o disposto da 2, abs, 1, 3 ou caso em que anteriormente um investimento oferecido por um emitente, não foi reembolsado na sua totalidade.

No que concerne à falta de regulação dos deveres de conduta, esta matéria tem sido alvo de inúmeras críticas, que do ponto de vista jurídico, estão justificadas, uma vez que a falta de regulação se revela prejudicial para o desenvolvimento de *gatekeepers*.

Neste sentido, tem se vindo a apelar por normas de regulação, comunicação e proteção dos sujeitos relacionados num projeto, assim como de obrigações de *due diligence*.

Portanto, a oferta de empréstimos relacionados com lucros no montante no valor de 2.500.000€ está isenta de prospeto, mas uma oferta de ações ordinárias no valor de 100.000€ implicará a publicitação do prospeto.

Para salvaguarda do investidor, a plataforma eletrónica tem a obrigação de garantir o respeito e o cumprimentos pelos seguintes limites de investimento: (i) 1.000€; (ii) 10.000€ desde que o investidor possua 100.000€ em ativos disponíveis; (iii) o dobro do rendimento mensal disponível, mas que não ultrapasse os 10.000€ (as sociedades comerciais não estão incluídas neste critério, 2a, abs. 2, da VermAnIG);

c) O *equity-crowdfunding* em França

Em França, o *crowdfunding* começou por ser regulado pela *Ordenance* 2014-559, datada de 30 de maio de 2014, em relação ao *financement participatif* e pelo *Décret* n°2014-1053 datado de 16 de setembro de 2014, sobre a mesma matéria.

Quanto ao *equity-crowdfunding*, a dita *ordonnance* veio, estipular uma adaptação do regime e dos limites das ofertas ao público de títulos financeiros efetuadas e desenvolvidas dentro do quadro de financiamento participativo, definindo uma oferta pública nos termos do artigo L411-1 do *Code Monétaire et Financier* (*Código Monetário Financeiro*).

O *site* de acesso progressivo é, segundo o disposto no artigo 325-32, do *règlement de L'AMF*, um *site* em que o acesso às circunstâncias das ofertas esteja restrito aos investidores que tenham fornecido as suas informações e que tenham consciência dos riscos e os tenham aceite. Por outro lado, a oferta está obrigada a ser de valor inferior a 2.500.000€, como disposto no n°3 da relação com o estipulado no artigo D-411-2 do *Code Monétaire et Financier*, pelo *Décret* n°2016-1453, de 28 de outubro de 2016. Porém, todas as ofertas que ultrapassem o 1.000.000€ não estão permitidas a recair sobre títulos que demonstrem mais de 50% do emitente.

Neste ordenamento jurídico, é importante ressaltar que os beneficiários têm de cumprir algumas normas de informação para com os investidores e intermediários como a apresentação de relatórios anuais e contratos-quadro de financiamento. O *crowdfunding* de *capital* está subordinado ao regime de oferta pública de título financeiro, portanto o beneficiário deve realizar um prospeto, contendo todas as informações financeiras que ache relevante à negociação em causa. Em França, as plataformas eletrónicas acabam por

ter um regulamento específico de intermediário de forma a amenizar a desintermediação bancária.

Ainda sobre o *equity crowdfunding* é importante referir que os intermediários devem assumir uma forma de *Conseillers en Investissement Participatif* (CIP) ou de instituição de crédito enquanto *prestataire de services d'investissement* (PSI) – Cf. Cap. VII, *Titre* IV do Livre V do *Code Monétaire et Financier* aprovado pelo artigo 1 da *Ordonnance* n°2014-559 regulamentada pelo *Décret* n° 2014-1053.

d) O *equity-crowdfunding* em Espanha

Em Espanha, o financiamento colaborativo (*financiación participativa*) está previsto no título V da Lei 5/2015, de 25 de abril, de *fomento de la financiación empresarial*.

Segundo o disposto no artigo 46/1, da Lei 5/2015, de 27 de abril, não são consideradas plataformas de financiamento colaborativo, todas as atividades que se socorram a um tipo de financiamento compreendido por promotores através de doações, venda de bens e serviços e empréstimos que não são remunerados. De outra maneira, estão sujeitas também ao referido regime as plataformas que desenvolvam a sua atividade em território espanhol, como a participação nessas plataformas de investidores e promotores (artigo 47/1 da Lei 5/2015, de 27 de abril).

Os promotores neste ordenamento jurídico podem ser pessoas singulares ou coletivas, que solicitam o financiamento em nome pessoa e por conta de terceiro, mas que têm a obrigação de destinar o financiamento a um projeto em específico (de carácter empresarial, educacional ou de consumo) que não devem equivaler-se: (i) financiamento a título profissional a terceiros, através da disponibilização de créditos ou empréstimos; (ii) subscrição ou aquisição de ações, obrigações e outros instrumentos financeiros autorizados à negociação num mercado regulamentado, num sistema multifacetado de negociação, ou em mercados semelhantes a um país terceiro; (iii) subscrição ou aquisição de ações e participações de instituições de investimento coletivo ou suas entidades gestoras, de sociedades de capital de risco ou outras entidades de investimento coletivo fechado ou entidades gestoras de entidades de investimento coletivo de tipo fechado (artigo 49. B) e c) da Lei 5/2015 de 27 de abril).

No que concerne ao *equity-crowdfunding* os meios pelos quais se pode adquirir o financiamento são: (i) emissão ou subscrição de obrigações, ações ordinárias e preferenciais ou outros títulos de capital nas situações em que a sua distribuição não

implique a elaboração de prospeto (folheto informativo), segundo o artigo 25 e ss., da Lei do Mercado de Valores; e (ii) emissão ou subscrição de ações em sociedades de responsabilidade limitada. Nas situações em que o financiamento integrar investidores que não sejam qualificados, os valores mobiliários a emitir não podem inserir um derivado implícito. Nesse sentido, é importante referirmos o artigo 30. Bis/1/e), da Lei de Mercado de Valores, que refere que a obrigação de publicar prospeto não é aplicável a ofertas de valores que estejam em causa contrapartidas totais na União Europeia de valor inferior a 5.000.000. Para além desse fator, também não são permitidas ofertas de valores, tenham sido objeto de oferta com prospeto segundo os termos do título III da Lei de Mercado de Valores. O artigo 68 1/ e 2/, da Lei 5/2015, de 27 de abril, dispõe um limite de uma oferta por plataforma no valor máximo de 2.000.000€ relativamente a montantes agregados através de cada uma das plataformas, possibilitando inúmeras fases de financiamento no espaço de um ano, desde que o limite seja cumprido. Caso os projetos se destinem exclusivamente a investidores qualificados, o montante máximo passa a ser de 5.000.000€.

Como disposto no artigo 48/1, Lei 5/2015 de 27 de abril, o desenvolvimento de financiamento participativo, ou seja, a atividade de interligação de forma profissional através das plataformas eletrónicas ou outras formas, de pessoas singulares ou coletivas que disponibilizam financiamento em troca de um rendimento financeiro, para o destinar a um projeto de financiamento de carácter participativo – é da autoridade das plataformas que tenham obtido autorização para desenvolver essa mesma atividade e que estejam registadas junto da *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Esta atividade de receção, seleção e publicação de projetos é da exclusiva responsabilidade das plataformas (artigo 51/1/a), da Lei 5/2015 de 27 de abril). Neste sentido, estas plataformas não estão autorizadas a exercer atividades reservadas a outras empresas de serviços de investimento nem instituições de crédito (artigo 52 da Lei 5/2015 de 27 de abril) nem receção, transmissão ou mesmo desenvolvimento de qualquer tipo de ordens associadas.

Em relação à proteção do investidor, podemos mencionar os diversos tipos de investidores qualificados e não qualificados (artigo 81. da Lei 5/2015 de 27 de abril), as informações que podem ser prestadas e publicitadas (artigo 83., da Lei 5/2015 de 27 de abril) e por fim, os limites ao investimento para investidores não qualificados: 3.000€ por projeto e 10.000€ ao ano para as plataformas de forma generalizada.

e) O *equity-crowdfunding* na União Europeia

A União Europeia teve a necessidade de introduzir esta inovação financeira, devido à crise bancária e as repercussões que causou sobre as empresas dependentes de financiamento ou crédito bancário – principalmente as PME. Esta tragédia económica levou a que países como a Áustria, França, Alemanha, Itália, Holanda, Espanha e Reino Unido desde 2014 Plataformas qualificadas, desenvolvessem a sua atividade através de intermediários financeiros e agentes vinculados pela Diretiva de 2004 em relação aos mercados de instrumentos financeiros – doravante também designada MiFID¹²¹.

A análise levada a cabo pelo regulador europeu do mercado financeiro *European Securities and Markets Authority* - doravante designada também por ESMA, em 2015 demonstrou que existiam no mínimo quarenta e seis Plataformas a operar na União Europeia cujo os primordiais objetivos seria a receção e a transmissão de normas sobre instrumentos financeiros em que: dezoito desses instrumentos debruçavam-se sobre o regime de MiFID; uma sob o regime AIFMD; quinze no cerne das regulações nacionais criadas sob a isenção do artigo 3º da MiFID e doze por agentes qualificados¹²².

Tal como ocorre nos EUA, existe regulamentação comunitária com impacto sob o *crowdfunding*, sendo que alguns serviços e as atividades realizadas pelas plataformas já se encontram há algum tempo sob a reserva legal de regulação financeira. As ofertas públicas para fins de comercialização de instrumentos financeiros cobertos pela MiFID começaram por estar estabelecidas na União Europeia pela denominada Diretiva dos Prospetos (artigos 1(1) e 2 (1) a)¹²³. Resumidamente, é essencial que se aplique na atividade o princípio de *full disclosure*: em que deve ser disponibilizado e aceite um documento “prospeto” com a informação que seja financeira e a que não é, que seja clara e completa pela empresa que pretende recorrer ao público para angariar capital – artigos 114º e 134º CodVM.

No entanto, a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho determinou princípios e normas harmonizadas para a elaboração, aprovação e publicação dos prospetos no momento da oferta pública dos valores mobiliários ou da sua aprovação à negociação num mercado regulamentado. Portanto, tendo em conta a evolução em

¹²¹ Diretiva 2004/39/CE, PE e Conselho, 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

¹²² Dados retirados do *paper* da ESMA, consultado a: 04/09/2024, <https://www.esma.europa.eu/>

¹²³ Diretiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003.

termos legislativos, esta diretiva deve ser substituída, uma vez que a diretiva demonstrou que determinadas alterações introduzidas pela mesma não cumpriram os seus objetivos iniciais e que são necessárias outras alterações ao regime do prospeto da União. Outro ponto que é importante reter, é o facto que muitas das leis que se debruçam sobre os Estados Membros foram parcialmente revogadas, ficando desta forma, os Estados a seguirem as linhas do Regulamento da UE, sendo as soluções a seguir apresentadas as atuais.

A comunicação de informações em caso de oferta pública de valores mobiliários ou de aprovação de valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado é fulcral para a proteção e segurança dos investidores, suprimindo as assimetrias de informação entre estes e os seus promotores. A informação estando harmonizada possibilita a criação de um mecanismo de passaporte transfronteiriço que contribuirá para o funcionamento eficiente do mercado interno para a multiplicidade de valores mobiliários.

A designação de oferta pública foi um dos fatores de harmonização em toda a União Europeia devido aos seus efeitos jurídicos e a oferta é pública sempre que se esteja perante “uma comunicação ao público, independentemente da forma e dos meios utilizados, 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 através de intermediários financeiros” – artigo 2º, nº1 d) do Regulamento 2015/0268 da UE, estando disposta no artigo 109º do CodVM, o regime nacional sob esta matéria.

A atividade do *crowdfunding* cabe nesta caracterização, sendo por esse motivo fulcral as isenções que se encontram previstas no Regulamento. Pois, é com base nessas isenções que a atividade de financiamento colaborativo tem crescido nos Estados da União Europeia.

Portanto, exclui-se dos deveres legais as ofertas que: (i) sejam dirigidas de forma única a investidores qualificados; (ii) seja dirigida a menos de 150 pessoas, por país na EU, que não sejam considerados investidores qualificados; (iii) seja dirigida a investidores que adquirem valores mobiliários por um valor inferior a 100.000€ por investidor; (iv) diga respeito a valores mobiliários (ações ou obrigações) em que o valor nominal unitário acresça a pelo menos 100.000€; (v) com um valor total na União que seja inferior a 100.000€.

Para além disto, outro fator importante é o limite previsto na alínea d) do nº3 do

artigo 1º do Regulamento, uma vez que esta não é aplicável quanto aos valores mobiliários incluídos numa oferta cujo valor total na União Europeia é inferior a 500.000,0€ a calcular num período de 12 meses. Portanto, para além da necessidade de um oneroso prospeto (artigo 108º e 109º e 114º do CodVM), existem ainda mais custos associados a uma oferta pública, nomeadamente, a contratação de um intermediário financeiro para a colocação (artigo 337º do CodVM).

A sociedade e os seus acionistas são intercetados com um conjunto de deveres legais públicos que obrigam a ter responsabilidade pelo cumprimento das normas de prestação de informação, sobre a vida da sociedade e os detentores de participações qualificadas e respetivos órgãos sócios (artigos 16º a 19º), um regime precativo de lançamento de ofertas públicas de aquisição (artigo 187º) ou a própria transmissão de factos ou de informação em Assembleias Gerais e respetivos acordos parassociais.

Estes estatutos vão contra a especificidade da modalidade do *crowdfunding* de capital, o que nesse sentido, o legislador tem o dever de elaborar a regulação dentro dos limites do Regulamento. Um dos limites legais que podemos apontar, é quando a plataforma intermedeia os negócios entre os investidores e o beneficiário e transmite e publicita os projetos que estão a decorrer, não podendo atuar em frente ao público em nome e por conta do beneficiário ou entidade financeira. O desenvolvimento desta atividade acaba por ser da exclusiva responsabilidade das instituições de crédito e implica que uma sociedade comercial adquira uma autorização prévia e registo junto do Banco de Portugal (BP) – estando sujeita a requisitos legais.

Perante esta matéria, estamos perante atividades que estão restritas a outro tipo de empresas que objetivam intermediar os interesses dos investidores e dos beneficiários no *crowdinvestment* (artigos 4º, nº1, als a) a c) e 8º, nº1 RGICSF¹²⁴ e artigos 4º, nº1, 1 da CRR e 9º da CRD IV). A aplicação da Diretiva dos Serviços de Pagamento refletida no DL nº31/2009 de 30 de outubro, impossibilita uma Plataforma de agregar e deter fundos a título profissional ou de desenvolver o seu serviço de receção de fundos e de pagamentos ou até disponibilizar crédito que seja proveniente de décalage entre uma ordem de aquisição e o depósito do numerário. Neste sentido, a plataforma deve contratar uma instituição de crédito ou de pagamento que possam efetuar tais serviços – Cfr a *Opinion* da Autoridade Bancária Europeia (EBA).

¹²⁴ Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo Decreto-Lei nº298/2 de 31 de dezembro.

Por fim, e a menos que a Plataforma assuma uma forma societária e possua uma autorização administrativa para realizar esse tipo de serviços de investimento cobertos pela MiFID, na atividade de recolha de capital para o beneficiário, está-lhe completamente restrito aceitar e executar ordens de compra e venda sobre instrumentos financeiros, em nome pessoal ou em nome de terceiros (clientes) ou efetuar o seu registo e depósito. Outra atividade que lhe está vedada é também a feitoria de emissões, agregação de clientes e prestação de serviços de consultoria para investimento (artigo 4º, nº1 da Diretiva MiFID). Neste caso em concreto, também a plataforma deve considerar a contratação de um intermediário financeiro que se encontre registado na CMVM e lhe preste tais serviços.

No entanto, é necessário ter em conta que o regime especial criado é muito restrito dado ser colateral com a prestação de serviços de investimento. Portanto, na incerteza sobre a atividade em questão, o regulador deve utilizar mecanismos para saber: (i) se nos encontramos perante uma simples receção e transmissão de intenções ou de manifestações de interesse (propostas) e não de ordens, analisando o papel da plataforma em questão; (ii) se o acordo de investidor-beneficiário é completo fora da Plataforma; (iii) se a Plataforma leva a ordens recebidas para um terceiro ou que tipo de relação a Plataforma desenvolve com o seu investidor.

No que diz respeito à prestação obrigatória de informação, a plataforma também não está autorizada a desenvolver a atividade de consultoria para o investimento, inerente e reservado aos intermediários financeiros. Iremos observar que muitos ordenamentos jurídicos obrigam à obtenção, prestação e transmissão de informação aos investidores, podendo esta ser equivocada pelos próprios. Esta é uma das questões mais fulcrais no que concerne à regulação desta modalidade, uma vez que a explicitação do investimento e todo o seu processo em concreto é fundamental (artigo 4º, nº1 (5) MiFID).

Na perspetiva da versão inglesa, a MiFID é bastante mais precisa, inicia-se com *the provision of personal recommendation to a cliente*. Donde se presume um aconselhamento personalizado a um cliente relativamente a transações sobre instrumentos financeiros, donde são apresentadas recomendações apropriadas para esse cliente ou fundamentada nas circunstâncias relacionadas a esse cliente com o intuito de se tomar uma decisão em relação ao investimento em causa (artigoº 294º CodVM).

No que diz respeito às Plataformas, também estarão afastadas da sua atividade as recomendações para investimento e tudo o que se relacione que se encontrem

estabelecidas nos artigos 12ºA do CodVM. A classificação da Plataforma e da sua atividade modifica de Estado para Estado. A entidade que fica de gerir a Plataforma pode ser uma sociedade financeira ou uma instituição de crédito, desde que tenha uma autorização da MiFID, podendo desenvolver a sua atividade nos termos de um regime nacional que tenha em conta o estipulado na alínea d) do artº3 da MiFID; Pode também ser um agente vinculado de uma empresa de investimento ou de forma indireta vir a ser autorizada como empresa de investimento segundo o disposto da MiFID.

Conclusões

1ª - A digitalização e a desintermediação financeira foram os principais motivos que provocaram a quebra da confiança entre as instituições financeiras e os seus clientes – as instituições financeiras tinham clientes efetivos, que depositavam a sua confiança nos seus gestores de conta, uma vez que tinham relações de grande proximidade com estas instituições – e a expansão de todo o tipo de serviços financeiros, fixada num sistema de banca universal. Um dos grandes motivos que provocou o surgimento do *crowdfunding* foi precisamente a revolução tecnológica, que trouxe inúmeras inovações para o setor financeiro, que promoveram assim o aparecimento de um “mercado virtual”.

Os tipos de negócio têm-se feito com criatividade, no sentido em que a evolução económica tem-se destacado ao nível da competência e da cooperação, redefinindo as condições do mercado, gerando desta forma, uma nova estrutura molecular de relações económicas sobre a definição virtual.

As novas tecnologias possibilitaram um melhor tratamento da informação, garantindo a atenção dos agentes nos assuntos mais relevantes das trocas comerciais. A atenção tornou-se de certa forma um elemento escasso, priorizando-se a estratégia comercial no mundo cibernético e das plataformas eletrónicas. Noutro ponto de vista, a informação disponível tornou-se numerosa e por esse motivo, a lógica económica da escassez nos mercados acabou por ser contrariada, resultado na redução da carência de intermediação.

Como já referido, a função das instituições financeiras como intermediários financeiros foi colocada em causa devido à revolução tecnológica, ou seja, a figura das instituições financeiras tornou-se antiquada ao modelo concetual de intermediário financeiro, provocando este fator uma grande alteração à estrutura de todo o mercado. Mais especificamente, as instituições financeiras não irão funcionar mais como intermediários, mas sim como agregadores de prestadores de serviços, contribuindo desta forma para um sistema financeiro mais junto e democrático, priorizando acima de tudo a proteção dos investidores e continuar a transmitir e a ganhar a confiança de todos os que usam os sistemas de pagamentos *online*.

O Direito, na sua tarefa que é a de tipificação e ordenação de novas realidades socioeconómicas deve modificar-se consoante as novas realidades que vão surgindo no quotidiano. De facto, é cada vez mais notório o desequilíbrio contratual que tem vindo a surgir no decorrer dos anos entre as instituições financeiras e os particulares, com

consequências desfavoráveis para estes últimos.

De outro modo, não podemos negar que a crise financeira de 2007 foi um fator que despertou o desenvolvimento de novas fontes alternativas de financiamento com recurso à *internet*, afetando desta forma o monopólio da banca e dos mercados financeiros, permitindo aos sujeitos o apelo ao investimento do público, numa perspetiva de aproximação dos projetos com os seus ajudantes, por meio de uma comunidade de sujeitos que partilha das mesmas propensões.

Emerge, assim, o *crowdfunding* como fator máximo da desintermediação e da democratização do acesso de pequenos investidores ao mercado de capitais, uma nova forma de financiamento, em que é prevaiente a existência de plataformas eletrónicas como intermediárias que interligam as relações entre os promotores de projetos e investidores, estando estes cientes e dispostos a assumir riscos em troca de uma remuneração.

Devido a expansão do *crowdfunding* é necessário que haja um enquadramento regulamentar amplificado, transparente e flexível, fundando em princípios, de maneira a tornar as fontes de financiamento *online* suportes confiáveis de investimento, que garantam a proteção dos investidores e a confiabilidade do sistema, de forma a evitar-se a burocratização e os obstáculos ao investimento.

Consumamos, que em Portugal há um pequeno atraso no que concerne à legislação reguladora sobre esta matéria (sobretudo no *crowdfunding* de capital ou por empréstimo) lesando o investimento e não existindo qualquer segurança no que diz respeito à supervisão e aos sujeitos que objetivam desenvolver as suas competências nesta atividade, que tanto demonstra ser uma ferramenta valorosa no desenvolvimento das pequenas e médias empresas. Para além desse fator, podemos denotar um pequeno desentusiasmo por parte das nossas autoridades no seguimento do processo legislativo nesta figura que poderá fortalecer o espírito empresarial, formar postos de trabalho, o empreendedorismo, a novidade e investigação, fundamentais para o crescimento e desenvolvimento económico e para um sistema financeiro democrático que considere as variadas razões humanas.

Portanto, o *crowdfunding* pode ser a ferramenta perfeita para a promoção da democratização no acesso ao capital, uma vez que tem o poder, de através da *internet*, ajudar um maior número de sujeitos na realização e desenvolvimento dos seus projetos, suportando de forma eficiente, as pequenas e médias empresas a conseguirem obter o financiamento.

Reforçamos que é fulcral neste novo paradigma criar relações estáveis e seguras entre o mundo financeiro dos sujeitos e das novas tecnologias, sem que estas tenham receio de investir nas suas idealizações com apreensão, tendo antes, a finalidade de certificar a utilização dos meios de financiamento ao dispor e a igualdade de oportunidades, tendo o Direito a incumbência de garantia, no que diz respeito, à tutela dos investidores e dos consumidores, de maneira a criar a confiança da sociedade no sistema económico e financeiro.

De igual modo, é importante garantir um compromisso com uma cultura de prevenção. Deve existir dinamismo, cultura de negócio e não haver preocupação de investir e de auxiliar novos meios de financiamento, sendo, a supervisão uma tarefa essencial no equilíbrio do sistema.

2ª - O financiamento colaborativo de capital é de entre as inúmeras modalidades de *crowdfunding*, a que tem vindo a suscitar mais interesse por parte de académicos e reguladores.

O potencial desta forma alternativa de financiamento, que objetiva apoiar e desenvolver as pequenas e médias empresas em fase inicial de progresso, pode justificar a sua progressão. Já no que concerne aos riscos associados a este tipo de modalidade de *crowdfunding*, esta é uma situação que pode vir a impor o seu fim precocemente. O *crowdfunding* de capital revela-se como sendo um desafio legislativo pressuroso - dado que a sua desregulamentação pode levar ao primeiro fracasso – e complexo devido ao facto de uma má regulamentação poder levar ao desaparecimento desta modalidade.

O segmento de pensamento que defendemos ao longo deste estudo teve como objetivo refletir e mencionar as adversidades que presidem à regulação do *crowdfunding* de capital.

Estas adversidades tiveram início, previamente, na conceção da definição do financiamento colaborativo. A este respeito, criticámos o legislador que consagrou a definição de *crowdfunding* no art.º 2 do RJFC.

Providenciamos, logo de seguida, entender as características do financiamento colaborativo de capital, assim como os benefícios e riscos associados a esta modalidade de *crowdfunding*. Os pontos a que chegámos, foram o começo para a nossa crítica às soluções avançadas pelo legislador português no que concerne à regulação desta modalidade.

Complementamos, que do nosso ponto de vista, a regulação do *crowdfunding* de capital deve acentuar numa constância entre a segurança e proteção dos investidores e a

viabilidade e disponibilidade do *crowdfunding* enquanto um meio de financiamento ao dispor das empresas que não têm possibilidades de aceder aos meios e formas tradicionais de crédito.

Atentamos, também que mais do que viabilizar o *crowdfunding* de capital num instrumento de financiamento interessante a curto prazo, é fundamental torna-lo na base para o desenvolvimento futuro de um sistema de governação societária eficaz e que proporcione um potencial crescimento à sociedade financiada.

Julgamos que ainda há muito a melhorar e é desejável que a regulação do *crowdfunding* de capital se vá desenvolvendo através de ajustes constantes que sejam capazes de acompanhar a evolução de uma realidade que ainda está a deixar as suas primeiras marcas.

Importante é ainda referir que no site da CMVM ainda podemos encontrar o Regulamento da CMVM nº1/2016 por inteiro, sendo que, o regulamento foi tacitamente revogado do Regulamento da UE.

Desta maneira, desejamos que os avanços e recuos que o regime jurídico do financiamento colaborativo possam tornar-se num equilíbrio entre o *crowdfunding* e a proteção de todos os agentes que nele investem. Com a regulação correta, o *crowdfunding* poderá incentivar o surgimento de uma nova dinâmica a estabelecer-se entre os empreendedores e um conjunto de indivíduos que pretendem desenvolver os seus projetos.

Defendemos que regular o *crowdfunding* sem procurar torná-lo uma forma de financiamento composto de características únicas e assentes na sua componente social será desperdiçar uma oportunidade, com prejuízo para todos. Pois, na nossa perspetiva, a não harmonização regulatória e a inovação sem fronteiras origina riscos. A democratização do investimento com regulação preventiva da fraude, possibilita que o público alcance de forma direta a *star-ups* que poderão a vir ter algum valor no mercado.

3ª - Apesar dos inúmeras problemáticas abordadas, referimos uma que mais nos preocupa. É fundamental para que o *crowdinvestment* se expanda, tenha uma boa legislação harmonizada e estabelecer as normas de aplicação da lei no espaço, ou seja, devido às liberdades comunitárias e o meio que se utiliza para dar seguimento a esta atividade, é alarmante a possibilidade das empresas estrangeiras poderem socorrer-se da angariação de financiamento pelo público através de plataformas eletrónicas que têm as suas sedes noutros Estados. Não havendo um passaporte comunitário para o financiamento colaborativo, aplica-se as liberdades dos Tratados elementares da União

Europeia.

Antes de tudo, esta conclusão favorece os Estados e os seus nacionais em questões de liberdade de iniciativa, empresa, concorrência e de inovação financeira, mas arriscada em termos de prática de fraudes ou outros atos ilícitos fronteiriços. Os Estados-membros possuem, em termos das suas atividades económicas, a viabilidade de proibir a atividade transfronteiriça em questões de proteção da ordem e do interesse públicos ou até mesmo limitar as atividades no seu território, condicionando-as a determinados tipos de requisitos ou condições para a proteção dos investidores, desde que haja o respeito pelo princípio da proporcionalidade.

Neste sentido, deve a legislação nacional estabelecer de forma clara o regime jurídico material aplicável à atividade, não permitindo, desde logo, a viabilidade das ofertas se tolerarem com o regime do Estado membro da sede da empresa, priorizando a aplicação do regime do Estado membro de acolhimento.

A regulação, a supervisão, a apelação ao público e as sanções aplicáveis também serão eficientes se ficar estipulado que as empresas, beneficiárias ou detentoras de plataformas, tenham sede efetiva em Portugal.

As uniões das soluções tradicionais perante os riscos permitem que o novo instrumento seja levado como um instrumento de crescimento e de emprego. Levando a eficiência proveniente desta modalidade, poderá viabilizar a que o regresso do individualismo e empreendedorismo, possa retroceder, no futuro, para uma vantagem comum.

Outro aspeto que é importante reter é a evolução da regulação dos Estados Unidos da América e do Reino Unido, comparativamente com os Estados Membros, incluindo Portugal. Tendo em consideração o presente estudo, concluímos que enquanto nos Estados Unidos da América e Reino Unido a regulamentação do *crowdfunding* está altamente harmonizada, na União Europeia a regulamentação é exercida principalmente a nível dos Estados-Membros, o que implica uma grande variedade de quadros regulamentares e modelos de negócio. Nesse sentido, e principalmente, a nível nacional, consideramos que esta nova modalidade de financiamento ainda tem muitas zonas cinzentas e regulamentação um pouco vasta, não permitindo que esta modalidade seja expandida celeremente como podemos verificar nos Estados Unidos da América e do Reino Unido. Outra crítica que fazemos, é o facto de o Regulamento da UE seguir a mesma linha que as soluções anteriormente apresentadas sobre o tema, uma vez que as preocupações continuam a ser as mesmas e as formas tradicionais de financiamento

continuam a sobrepor-se às plataformas eletrónicas na questão de obtenção de capital, não estando o Regulamento da UE a ter uma grande viabilidade nesse sentido. Devido à União Europeia e a sua regulamentação ser exercida principalmente a nível dos Estados-Membros, ou seja, devido à grande variedade de quadros regulamentares e modelos de negócio, quando surge uma problemática a União Europeia é pouco célere a resolver a mesma, o que comparativamente com o Estados Unidos e Reino Unido não acontece.

Terminamos, com a nossa análise, que o desenvolvimento e a expansão de meios de financiamento alternativos à banca tradicional merecem cada vez mais dedicação por parte dos mercados e reguladores a nível mundial, podendo constituir o *crowdfunding* uma das primordiais formas de quebra do mercado financeiro como bem conhecidos. Por conseguinte a maior parte das pequenas e médias empresas (PME'S) podem finalmente usufruir de uma fonte alternativa de financiamento como o *crowdfunding*, com inúmeros benefícios a nível de custos e flexibilidade em relação às fontes tradicionais.

Finalizamos com a ideia de que só o tempo dirá se esta nova forma de financiamento para as sociedades comerciais será concretamente um impulsor de desenvolvimento e de emprego no setor empresarial português.

Bibliografia

- AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian e GOLDFARB, Avi, *The Geography of Crowdfunding*, 2011, tradução livre, p.1, disponível em: <http://www.nber.org/papers/w16820>.
- AHMED, Murad, “Critics raise concern about equity crowdfunding site crowdcube”, The Financial Times, 26 de maio de 2015, disponível em: <https://www.ft.com/content/e9d998c2-ee93-11e4-88e3-00144feab7de>.
- AKERLOF, George, “The Market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, nº3, agosto 1979, pp.488-500
- ALCARVA, Paulo, *Banca 4.0, Revolução Digital: Fintechs, Blockchain, Criptomoedas, Robo-Advisers e crowdfunding*, ACD Print, S.A., Coimbra, 2018, 35 – 126.
- ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume II – Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Almedina: Coimbra, 2022, pp.279 – 333.
- AMADOR, Cláudia, *Sustentabilidade Financeira das Organizações da Economia Social: novas soluções socialmente inovadores em época de crise*, 2013, p.11, disponível em: <http://cabodostrabalhos.ces.uc.pt/>.
- BALLELL, Teresa Rodríguez de Las Heras, *El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos*, em Revista, pp.104 e ss., 2014, disponível em: <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/3/el-crowdfunding-una-forma-de-financiacion-colectiva-colaborativa-y-participativa-de-proyectos.pdf>.
- BARREIRO, Frederico Rosa, Model for the implementation of a local investment agency, 2013, p.15, disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/51671/>
- BELEZAS, Fernando, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, Almedina, Coimbra, 2019, 21 – 103;
- BELLEFLAME, Paul; OMRANI, Nessrine e PEITZ, Martin, *The Economics of Crowdfunding Platforms*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.
- BERNARDES, Bartos e LUCIN, Rafael, “Comportamento de consumidores brasileiros e portuguesas em plataformas de crowdfunding”, em Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, Vol. 14, nº1, 2015, disponível em: <http://www.scielo.mec.pt/>.
- BIFFI, Alessandro e COLUMBARO, Manuel, *Equity crowdfunding: un modello di analisi del comportamento di imprenditori e investitori*, 2014, p.11, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>.

- BRADFORD, Steven, 2012, “*Crowdfunding and the federal securities law*”, Columbia Business Law Review, 1, pp. 1-150, <http://digitalcommons.unl.edu/6CC6E76D-4F09-47C0-A332-DD1FB8294CC5/FinalDownload/DownloadId-1C9861CF276A498766612315A24F64A5/6CC6E76D-4F09-47C0-A332-DD1FB8294CC5/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>
- BURKETT, Edan, *A crowdfunding exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, 2011, disponível em: <http://trace.tennessee.edu/>.
- BUYSERE, Kristof de; GAJDA, Oliver; KLEVERLAAN, Ronald e MAROM, Dan, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, p.10, disponível em: <http://www.crowdfundingframework.eu/>.
- CALDEIRA, Rui, *O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo*, 2014, p.13, disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/23051>.
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, 2016, 589 -e ss.
- CATARINO, Luís Guilherme, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o regresso ao futuro?* em Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, Lisboa (2017);
- Código dos Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 2022.
- COLAÇO/COUTO, Frederico; ROMANO, Ana Sá, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, 39 actualidad Jurídica Uría Menéndez (2015);
- CORDEIRO, António Menezes; DE OLIVEIRA, Ana Perestrelo; DUARTE, Diogo Pereira, *Fintech, Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina: Coimbra, 2017, 247 – 282;
- CORREIA, João, *O financiamento de documentários através de ações de crowdfunding: o caso do projeto XTO*, 2012, p.18, disponível em: <http://oatd.org/>;
- COUFFINHAL, Bénédicte, *The use of crowdfunding as an alternative way to finance small businesses in France*, 2014, pp.22 e ss., disponível em: <https://esource.dbs.ie/home>.
- COUTO, Ana Sá; COLAÇO, Frederico Romano, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, in “*atualidad jurídica Uría Menéndez*”, 39, 2015, pp.130 e ss.
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 396.
- DÉCARRE, Maxence e WETTERHAC, Emilie, *Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding*, 2014, p.21, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

- DEHLING, Sebastian, *Crowdfunding – A Multifaceted Phenomenon*, 2013, pp.20 - e ss., disponível em: <http://essay.utwente.nl/64436/>.
- DIAS, Inês Lopes, *Equity Crowdfunding, A governação da sociedade financiada*, 10 RDS (2018);
- ESMA (*European Securities and Markets Authority*), *Opinion – Investment-based Crowdfunding*, 2014, p.7, disponível em: <http://www.esma.europa.eu/>.
- GERALDES, Luís Roquette e CARDOSO, Francisca Seara, *Uma revolução chamada “crowdfunding”*, in *IV Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, 2016, pp.493 e ss.
- GRASSI Gianluca e ROVELLI Paola, *Studio dell’impatto delle differenti dimensioni di Capital Sociale sul successo di progetti di Crowdfunding*, 2013, p.14, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>.
- GROSHOFF, David, *Kickstarter My Heart: Extrardinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding Constraints and Bitcoin Bubbles*, 2014, p.540, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2313396.
- HAKENES E SCHLEGEL, *Exploiting the Financial Wisdom of the Crowd*, 2014, pp.3 e 4, disponível em: ssrn.com.
- HAYEK, Friedrich, “*The Use Of Knowledge in Society*” in *American Economic Review*, Vol. 35, n. 4, American Economic Association, Pittsburgh, 1945, tradução livre, p. 521, disponível em: <http://stevereads.com/>.
- HERBERT, Simon, *Designing Organizations for na Information-Rich World*, 1969, pp.6 e 7, disponível em: <https://known-production.s3.amazonaws.com/uploads/attachment/file/2005/DESIGNING%2BORGANIZATIONS%2Bfor%2BInformation-Rich%2Bworld%2B--%2BSimon.pdf>.
- LEITE, Pedro, *Crowdfunding: critical factos to finance a project sucessfully*, 2012, tradução livre, p.24, disponível em: https://sigarra.up.pt/spup/pt/pub_geral.pub_view?pi_pub_base_id=25310.
- *Legislação Comercial e das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2021.
- LINO, Duarte Schmidt e LOMBA, Pedro, “*Democratizar o Governo das Empresas Públicas: O problema do Duplo Grau de Agência*” in *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011, p.702.
- LUCAS, FILIPA, *Organização sem fim lucrativo: o caso da Fundação Serralves. O afirmar de novas formas de financiamento*, Dissertação da Universidade Católica Portuguesa – Faculdade de Economia e Gestão do Porto, 2014, pp.48 - e ss.

- MECKLING, Jensen, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, pp.3 - 4, disponível em: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>.
- METELKA, Alban, *Crowdfunding – Starups’ alternative funding source beyond banques, business angels and venture capitalists.*, 2014, pp.27 e ss., disponível em: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:831531/FULLTEXT01.pdf>.
- MOLLICK, Ethan, *The Dynamics of crowdfunding: An exploraty Study*, 2013, p.2, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.
- MORITZ, Alexandra e BLOCK, Joern, *Crowdfunding: A literature review and research direction*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.
- MORSE, Adair, *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potencial for Disruption in Consumer Lending*, 2015, p.2, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.
- PAOLANTONIO, Martin, *Introducción a la financiación colectiva. (crowdfunding) en el mercado de capitales*, 2014, pp. 287 - e ss., disponível em: <http://works.bepress.com/>;
- Parecer da Comissão de Assuntos Europeus e da Comissão da Economia e das Obras Públicas sobre a 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, COM (2014) 172, 5 - e ss., disponível em: <http://oatd.org/>.
- PEREIRA, Maria Clara Natividade Martins, *Da regulação do crowdfunding de capital*, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão, em 31 de marco de 2016, Católica Faculty of Law/Católica Lisbon Business & Economics;
- Programa da inauguração do monumento aos restauradores (1886), disponível em <http://virtualandmemories.blogspot.pt/>.
- Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo Decreto-Lei nº298/2 de 31 de dezembro.
- Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo aprovado pelo Lei nº 102/2015, de 24 de agosto.
- RUBINTON, Brian, *Crowdfunding Disintemediated Investment Banking*, 2011, p.12, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=180704.
- SANTOS, A. C. dos; GONÇALVES, M. E; MARQUES, M. M. L. – *Direito Económico*, Almedina, Coimbra, pp.7 e 10, 2020.
- SANTOS, João Vieira dos, 2015, “Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades”, Revista Eletrónica de Direito, in <http://www.cije.up.pt/content/crowdfunding-comoforma-de-capitaliza%C3%A7%C3%A3o-das-sociedades>;

- SANTOS, João Vieira dos, Regulação de Formas de Financiamento Empresarial Fintech, Em Especial o Crowdfunding e as Initial Coin offerings, Almedina, 2022, 285 – 427;
- SCHWIENBACHERM, Arwin; BLLFLAME, Paul e LAMBERT, Thomas, *Crowdfunding. Tapping the right crowd*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.
- SCHWIENBACHER, Arwin e LAMBERT, Thomas, *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, 2010, disponível em: <http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458>.
- SHILLER, Robert, *A Ética das Finanças* tradução de Pedro Carvalho e Guerra e Rita Carvalho Guerra, Lisboa, Bertrand Editora, 2015, pp.395 e 402.
- STEINBERG, Scott e DEMARIA, Rusel, *The Crowdfunding Bible. How to raise Money for any Star-up, vídeo or project*, 2012, pp.2 e ss., disponível em: <http://www.crowdfundingguides.com/>.
- VALANCIENE, Loreta; JEGELEVICIUTE, Sima, “*Valuation of crowdfudning...*”, p.44.
- VARELA, Antunes, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I, 8ª Reimpressão da 10ª ed., Almedina, 2011, Coimbra, p.295.
- VASCONCELOS, Pedro Pais de, *O acionista de capital de risco – dever de gestão*, no II congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2012, p.158.
- WILLEMS, Wybrich, *What Characteristics of Crowdfuding plataforms influence the sucess rate*, 2013, tradução livre, p. 16, disponível em: <http://thesis.eur.nl/pub/15182>.