

Publicação disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/f7bf73e10001/>

# CROWDFUNDING: UMA NOVA FORMA DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES – ENQUADRAMENTO GERAL E DIREITO COMPARADO

---

**MARIANA MIRRADO CANAS**

REVISTA DE DIREITO FINANCEIRO E DOS MERCADOS DE CAPITAIS, VOL. 1 (2019), NO. 5, 525-556



DRA. MARIANA MIRRADO CANAS  
Mestre em Direito. Advogada. Jurista no Banco de Portugal

## ***Crowdfunding*: uma nova forma de financiamento das sociedades – enquadramento geral e Direito comparado<sup>1</sup>**

*Crowdfunding: a new way of financing companies  
– general background and comparative law*

**RESUMO:** No presente artigo explicitam-se as várias modalidades, as especificidades da atividade de crowdfunding e respetiva regulação, em particular, o crowdfunding por empréstimo e de capital (i.e., crowdfunding de investimento). Adicionalmente, à perspetiva sobre a regulação nacional do crowdfunding de investimento, procura-se abordar, em particular, as matérias da relação contratual do financiamento colaborativo, as plataformas de financiamento colaborativo, o fenómeno desta atividade que se encontra em crescimento, bem como a respetiva supervisão, enforcement e regime sancionatório.

Por último, pretende-se, analisar de que modo este novo mecanismo de financiamento foi introduzido no nosso ordenamento jurídico de forma a financiar as sociedades comerciais, mas, para além do regime jurídico nacional, importa estudar a regulamentação dada a esta matéria noutros ordenamentos jurídicos.

<sup>1</sup> As opiniões expressas neste trabalho são da responsabilidade exclusiva da autora, não representando a opinião do Banco de Portugal, a menos que expressamente se afirme que está autorizada para tanto.

**Palavras-chave:** (i) *FinTech*; (ii) financiamento colaborativo; (iii) financiamento colaborativo de investimento

**ABSTRACT:** The present article explains the various modalities, the specificities of crowdfunding activity and its regulation, in particular loan and capital crowdfunding (i.e., investment crowdfunding).

In addition, from the perspective of the national regulation of investment crowdfunding, we seek to address, in particular, the matters of the contractual relationship of collaborative financing, the collaborative financing platforms, the phenomenon of this growing activity, as well as the respective supervision, enforcement and sanctioning regime.

Finally, it is intended to examine how this new financing mechanism has been introduced into our legal system in order to finance commercial companies but, in addition to the national legal regime, it is necessary to study the rules given to this matter in other legal systems.

**Keywords:** (i) FinTech; (ii) crowdfunding; (iii) Equity-based crowdfunding

**SUMÁRIO:** 1. Notas introdutórias. 2. Enquadramento geral do tema: 2.1. Regulação do *crowdfunding*; 2.2 Relação contratual de financiamento colaborativo; 2.3 Plataformas de financiamento colaborativo; 2.4 Atividade em crescimento; 2.5 Supervisão, *enforcement* e regime sancionatório. 3. Perspetivas de Direito comparado: 3.1 União Europeia; 3.2 Estados Unidos da América; 3.3 Reino Unido; 3.4 Espanha; 3.5 Itália; 3.6 Alemanha; 3.7 França. 4. Considerações finais.

## 1. Notas introdutórias

O financiamento colaborativo ou *crowdfunding* é um fenómeno que tem vindo paulatinamente a merecer atenção crescente por parte de académicos, reguladores, sociedades, bem como do legislador.

O *crowdfunding* é uma expressão de origem anglo-saxónica, resultante da contração dos vocábulos “*crowd*” e “*fund*ing”, que se reporta, essencialmente, à prática de obtenção de financiamento junto do público (a *crowd*)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Fernando Belezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, Almedina: Coimbra (2017), 21.

Em concreto, o *crowdfunding* traduz-se na formulação de propostas dirigidas a uma multiplicidade de destinatários, tipicamente através de instrumentos informáticos e pela internet – instrumentos esses que são geridos por uma empresa singular ou coletiva, profissional –, tendo em vista obter o financiamento para um projeto, uma atividade ou para uma empresa de um beneficiário.

A atividade em referência caracteriza-se por se basear na utilização de meios informáticos e exclusivamente *online* (numa “Plataforma”), onde quem procura angariar capital (beneficiários ou empreendedores) solicita um determinado financiamento do público (investidores), apresentando ideias, projetos ou atividades que deseja implementar. A apresentação inclui tipicamente um *pitch*, ou pedido, que é feito no sentido de convencer os internautas que acreditam no projeto a financiá-lo, bem como o montante pecuniário mínimo necessário para que este possa ser considerado.

O *crowdfunding* tem particular impacto a nível do mercado de capitais, pois permite a pequenas e médias empresas (“PME”) e, sobretudo às denominadas *start-ups*, a utilização da internet na obtenção de financiamento de forma mais rápida, flexível e com custos reduzidos – fenómeno de desintermediação financeira.

Apesar das diversas vantagens, o processo de *crowdfunding*, à semelhança de outras formas tradicionais de financiamento não se encontra isenta de riscos. A perda dos capitais investidos, a possibilidade de braqueamento de capitais, as situações de conflito de interesses entre plataformas e investidores, a descontinuação dos serviços das plataformas e as fraudes, entre outros, são alguns dos principais riscos.

Não obstante, esta nova forma de financiamento pode ser particularmente interessante para empresas inovadoras e com grande potencial de crescimento, detidas por investidores profissionais ou qualificados, sobretudo *business angels* (*i.e.*, investidores que fornecem fundos para uma empresa *start-up*, geralmente em troca de dívida convertível ou de participação no capital).

Com efeito, a crise económica, a rápida evolução dos mercados financeiros e o desenvolvimento tecnológico têm provocado alterações aos métodos de financiamento e os empreendedores passa-

ram, ao longo da última década, a recorrer a formas alternativas de financiamento para desenvolverem os seus projetos e atividades.

Nos casos de financiamento tradicionais quando o empreendedor necessitava de mais capital (por exemplo, para criação de uma empresa), recorria ao sistema bancário (através de empréstimos), ao sistema financeiro (através de ofertas públicas) ou a investidores profissionais (como os *business angels* ou investidores de capital de risco)<sup>3</sup>. Adicionalmente, um outro instrumento privilegiado para as sociedades financiarem projetos no nosso regime jurídico societário, mas que não constitui *crowdfunding* de capital por ser considerado um empréstimo do sócio, é o contrato de suprimento<sup>4</sup>.

Por seu turno, a angariação pública de pequenas quantias monetárias para financiar *start-ups* e para o lançamento de projetos e protótipos (por exemplo, nas áreas das energias renováveis, do ambiente, da biomédica, da inteligência artificial, entre outros sectores) constitui indubitavelmente uma forma alternativa de financiamento das sociedades.

## 2. Enquadramento geral do tema

### 2.1. Regulação do *crowdfunding*

O regime jurídico do *crowdfunding* instituído em Portugal foi aprovado pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (doravante, “RJFC”).

<sup>3</sup> Luís Guilherme Catarino, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o regresso ao futuro?* em Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, Lisboa (2017), 7.

<sup>4</sup> Considera-se contrato de suprimento o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio convencionou com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos seus sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo carácter de permanência (cf. artigo 243.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais). Utilizando a definição de Alexandre Mota Pinto, o contrato de suprimento é “*um contrato pelo qual o sócio (ou certos terceiros) financia a sociedade com capital alheio em lugar do necessário capital próprio*”. Vide a este propósito, Alexandre Mota Pinto, *Do Contrato de Suprimento – O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Almedina: Coimbra (2002), 397.

O RJFC define 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<sup>5</sup>” (cf. artigo 2.º do RJFC).

A regulação do fenómeno de financiamento colaborativo em Portugal, é também enformada por regulamentação conexa, designadamente: (i) a Portaria n.º 344/2015, de 12 de outubro (cf. artigo 12.º, n.º 2 RJFC), relativa ao procedimento de registo das plataformas de financiamento colaborativo social e, (ii) o Regulamento n.º 1/2016 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante, “CMVM”) relativo ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo.

Porém, a entrada em vigor das normas do RJFC, relativas ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, e do Regulamento n.º 1/2016 da CMVM, ficou inicialmente dependente da entrada em vigor do regime sancionatório aplicável à violação do disposto no RJFC.

Nesta sequência, a Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, definiu o regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo e procedeu à primeira alteração à Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que aprovou o regime jurídico do financiamento colaborativo.

Conforme se explanará adiante no presente trabalho, a Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, distingue o *crowdfunding* através de capital ou empréstimo do *crowdfunding* através de donativo ou recompensa – enquanto que a regulação do primeiro cabe à CMVM, a fiscalização do segundo tipo é da competência da Autoridade de Segurança Alimentar e Económica (“ASAE”).

<sup>5</sup> Atente-se que, o legislador português limitou o investimento em ofertas de financiamento colaborativo (“OFC”) a “um ou vários investidores individuais”, inviabilizando desse modo os investimentos em OFC realizados por organismos de investimento coletivo (“OIC”). Aliás, o conceito de “investidores individuais” é um conceito novo no ordenamento jurídico português e define as pessoas singulares ou coletivas que individualmente investem em OFC.

Saliente-se que, o *crowdfunding* conhece uma divisão fundamental entre o *crowdfunding* não financeiro ou social e o *crowdfunding* financeiro ou de investimento.

O artigo 3.º do RFJC, apesar de não identificar qualquer distinção entre as modalidades de financiamento colaborativo social ou de investimento, enuncia as principais modalidades de financiamento colaborativo, a saber:

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

*b) O financiamento colaborativo com recompensa, pelo qual a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, 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”<sup>6</sup>.*

Em matéria de regulação, com o aparecimento desta inovação financeira discute-se atualmente a necessidade de proteção dos investidores a quem um empreendedor ou beneficiário solicita, publicamente, através de meios e canais informáticos (internet), a afetação de poupanças a uma determinada empresa (*lato sensu*).

O apelo ou oferta ao público é feito exclusivamente por meios informáticos – através de “Plataformas” que utilizam a internet – e os projetos a que se destina são inovadores e de maior risco – por

<sup>6</sup> Perfilhamos a opinião de Fernando Belezas, entendendo-se que, apesar de o RJFC não prever expressamente a possibilidade de existência de modalidades de financiamento colaborativas mistas ou híbridas, ou seja, daquelas que combinem as modalidades previstas no artigo 2.º do RJFC, tal não significa que o recurso a tais modalidades conjugadas não seja possível. *Vide* Fernando Belezas, *Crowdfunding* cit., 62.

isso de difícil financiamento pelos meios tradicionais, sobretudo no seu arranque.

A discussão sobre a regulação desta atividade coloca-se com denodo quando um empreendedor ou beneficiário promete ao público em geral um retorno e/ou atribui como contrapartida do financiamento instrumentos financeiros<sup>7</sup>.

Existem, pois, valores em tensão na regulação do *crowdfunding* que assentam na procura de um equilíbrio entre dois valores (aparentemente) conflitantes: a estimulação da economia, e a proteção dos investidores.

De modo simplista, esta tensão pode ser explicada da seguinte forma: por um lado, a ausência de regulação ou a adoção de regras menos rígidas tenderá a estimular o recurso ao *crowdfunding* e, indiretamente, o crescimento da economia real (na medida em que a imposição de obrigações no âmbito do *crowdfunding* encarece o acesso a esta forma de financiamento, podendo vedá-la inteiramente a empresas de menor dimensão); por outro lado, a introdução de um regime de *crowdfunding* com obrigações mais onerosas para empreendedores e entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding* tenderá a proteger mais os investidores beneficiários dessas obrigações. Grosso modo, quanto mais se protegem os investidores, mais se oneram os beneficiários do *crowdfunding*, e menos se estimula o crescimento económico<sup>8</sup>.

Tal significa que uma menor regulação e supervisão numa atividade que demanda o aforro público contém em germen o risco de fraude ou de financiamento de atividades ilícitas (como o caso do branqueamento de capitais e do financiamento de terrorismo). Também o risco de não retorno das quantias despendidas ou mutuadas, ou das contrapartidas monetárias por impossibilidade de cumprimento do devedor, é real, e acrescido pela menor ou deficiente informação e correspondente supervisão<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Guilherme Catarino, *Crowdfunding* cit., 6.

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

<sup>9</sup> Guilherme Catarino, *Crowdfunding* cit., 28.

## 2.2. Relação contratual de financiamento colaborativo

O modelo típico de *crowdfunding* assenta em três *players*<sup>10</sup> – (i) o Beneficiário ou Empreendedor, (ii) o Intermediário ou “Plataforma” e, (iii) o Público ou Investidores<sup>11</sup> – conforme se explanará em seguida em traços gerais:

- (i) O Beneficiário ou Empreendedor é todo aquele que necessita ou procura fundos para uma atividade ou um projeto determinado, podendo fazê-lo diretamente ou contratualizar com um intermediário o marketing e a angariação do aforro público. Existem em ambos os casos outras relações jurídicas decorrentes de serviços auxiliares – de apoio jurídico, contabilidade, publicidade, interposição de veículos detentores do projeto ou empresa (que o público deterá), de bancos para depósito e guarda de valores, etc.;
- (ii) O Público ou Investidores são os destinatários que poderão encontrar-se disponíveis para apoiar e investir. Sobretudo na atividade de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo (*crowdinvestment*), a exclusividade legal da prática de atos como a receção do público de fundos reembolsáveis, o exercício de atividades creditícias, a receção e transmissão de ordens de pagamento ou relativas à transação de valores mobiliários, podem implicar a interferência na cadeia de intermediários financeiros “*proprio sensu*”, com o respetivo custo;
- (iii) O Intermediário ou “Plataforma”, trata-se de uma empresa que estabelece a ponte entre as partes acima mencionadas e que gere a internet como meio de publicitação e encontro de vontades contrapostas. Essa empresa gere e disponibiliza os meios materiais, técnicos e humanos necessários para, de uma forma regular e profissional, colocar em contacto

<sup>10</sup> Guilherme Catarino, *Crowdfunding cit.*, 12 e 13.

<sup>11</sup> Em bom rigor, podem existir mais agentes, desde logo um regulador (público), dado que na generalidade dos Estados estas atividades privadas são objeto de regulação pública e/ou de reserva legal de atividade.

peças jurídicas e físicas e respectivas declarações de vontade, tendo em vista a perfeição de um negócio típico. De salientar que, o detentor da plataforma é obrigado a publicar e informar os projetos do Beneficiário, e pode também ter de contratualizar com outras empresas serviços jurídicos, de auditoria, de marketing, ou de interpor entre si e as partes agentes autorizados para exercer atividades legalmente reguladas, podendo suportar o custo sozinho ou com as demais partes (*fees*).

### 2.3. Plataformas de financiamento colaborativo

Conforme mencionado *supra*, as plataformas de financiamento colaborativo (doravante, simplesmente “PFC” ou “plataformas de negociação”) funcionam de intermediário entre o beneficiário e o investidor. Aliás, o serviço essencial empreendido por estas plataformas é fornecer um mecanismo para projetos encontrarem investidores e investidores encontrarem projetos.

Sem embargo da figura do intermediário não ser essencial para o conceito do *crowdfunding*, acabou por ser a melhor resposta prática para estabelecer uma relação estável entre o beneficiário e o investidor. Deste modo, a plataforma acaba por se revelar indispensável ao criar uma comunidade virtual, estabelecendo um elo de comunicação entre o beneficiário e os investidores, com o intuito de todos poderem ajudar no desenvolvimento e sucesso do projeto.

Estas plataformas reduzem as assimetrias de informação, permitindo diminuir, desse modo, as fraudes e a taxa de insucesso de forma a conseguir valorizar a confiança da população nesta nova forma de financiamento. O *crowdfunding* envolve a transferência de fundos dos investidores para os beneficiários. As plataformas de negociação facilitam esta transferência, em troca de um bem ou serviço. São, no fundo, um intermediário financeiro, estando sujeitos, também, ao regime jurídico de serviços de pagamento<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Em Portugal, o Decreto-Lei n.º 317/2009, de 30 de outubro, aprovou o denominado Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento (“RJSP”), que transpôs para a ordem jurídica interna

No que concerne à regulação das PFC no regime jurídico nacional, a sua titularidade é sujeita ao cumprimento de requisitos gerais, relativos à natureza da pessoa detentora da plataforma, e de requisitos específicos, relativos às modalidades de financiamento oferecidas nas respectivas plataformas (cf. artigo 4.º, n.º 1 e 2 RJFC).

Regra geral, podem ser titulares de PFC quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada (cf. artigo 4.º, n.º 1 do RJFC). A titularidade de PFC de investimento depende do registo prévio das entidades gestoras das plataformas eletrónicas como intermediários de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo junto da CMVM (cf. artigo 15.º, n.º 1 do RJFC).

Importa salientar que, as entidades gestoras de PFC são responsáveis pela representação e gestão das plataformas eletrónicas de financiamento, bem como pelo controlo das regras inerentes ao exercício da atividade de financiamento colaborativo de investimento.

Naturalmente, o registo junto da CMVM pretende assegurar o cumprimento dos requisitos de acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, a organização da supervisão e o controlo da idoneidade da gestão dos operadores das plataformas (cf. artigo 15.º, n.º 2 do RJFC)<sup>13</sup>.

Nesse sentido, o Regulamento n.º 1/2016 da CMVM, prevê duas categorias de requisitos de acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, a saber:

- (i) requisitos de natureza patrimonial, nomeadamente, a exigência de capital social mínimo ou, em alternativa, a contratação de seguro profissional de responsabilidade civil adequado à atividade, ou qualquer outra garantia equivalente, que cubra as responsabilidades resultantes de negligência profissional, que represente, no mínimo, uma cobertura de

a chamada Diretiva dos Serviços de Pagamento (“DSP”), enquadrando-se no âmbito da uniformização de regras relativas aos direitos e obrigações relativos à prestação e utilização de serviços de pagamento operada com vista à prossecução do objetivo europeísta da Área Única de Pagamentos em Euro (“*Single Euro Payments Area*” – SEPA).

<sup>13</sup> Belezas, Crowdfunding cit., 63-64.

1 milhão de euros por sinistro e, globalmente, 1,5 milhões para todos os sinistros que ocorram durante um ano ou uma combinação destes requisitos numa forma que resulte num grau de proteção equivalente ao conferido por qualquer um deles isoladamente (cf. artigo 2.º do Regulamento), e;

- (ii) requisitos de natureza prudencial, nomeadamente, a exigência das entidades gestoras atestarem a idoneidade e a experiência profissional dos membros do órgão de gestão ou administração (cfr. artigo 9.º do Regulamento), e a adopção de políticas e procedimentos escritos adequados e eficazes em matéria de organização interna, normas de conduta e boa gestão e prevenção de situações de conflito de interesses (cf. artigos 10.º e 11.º do Regulamento).

Por fim, em termos de atividade, conforme elucida João Vieira dos Santos, “[a]s plataformas de negociação utilizam dois modelos de negócios no Crowdfunding: o “*all or nothing*”, em que existe um montante mínimo e um prazo para o alcançar, sob pena de todos os fundos regressarem aos investidores – fundos esses, que enquanto não se alcançar o objetivo poderão ser retidos num depósito escrow<sup>14</sup> –, sendo um ótimo método para evitar a fraude e para os beneficiários traçarem metas realistas; e o modelo “*all for all*”, em que o projeto, quer alcance os objetivos ou não, receberá sempre os fundos”<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> O contrato de depósito escrow é a “convenção pela qual as partes de um contrato bilateral ou sinalagmático acordam em confiar a um terceiro, designadamente um Banco, a guarda de bens móveis (tais como dinheiro, valores mobiliários, títulos de crédito e/ou documento), ficando este irrevogavelmente instruído sobre o destino a dar aos referidos bens, que – em função do modo como vier a evoluir a relação jurídica emergente daquele contrato – poderá passar pela sua restituição ao depositante ou, eventualmente, pela sua entrega ao beneficiário do depósito”. Vide João Antunes, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Almedina: Coimbra (2007), 173.

<sup>15</sup> João Vieira dos Santos, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, RED (2015), 9.

## 2.4. Atividade em crescimento

O volume de financiamento angariado através do *crowdfunding* tem vindo a crescer acentuadamente a nível mundial, com consequências económicas muito significativas<sup>16</sup>. Conforme já referido anteriormente, esta popularidade é sobretudo explicada pelo facto de muitos empreendimentos (e, em especial, pequenas *start-ups*) experimentarem dificuldades no acesso às fontes de financiamento mais típicas (incluindo o financiamento bancário, o financiamento através dos mercados de capitais, e o financiamento através de estruturas de capital de risco).

O *crowdfunding* surge, assim, numa relação de substituição com essas fontes de financiamento: o desenvolvimento dos negócios passa a ser unicamente limitado pelo seu potencial para chamar fundos provenientes de uma multiplicidade de agentes, espalhados por uma multiplicidade de geografias; os limites do alcance dos pedidos de financiamento passam a coincidir com os limites do alcance da internet.

Com efeito, apesar de o *crowdfunding* ser, no rigor do conceito, a obtenção de fundos junto de um conjunto alargado de indivíduos, o facto é que o *crowdfunding* apenas adquiriu relevância regulatória com o desenvolvimento da Web 2.0.

Assim, a generalização do acesso à internet veio incentivar o *crowdfunding* por duas razões: por um lado, contribuiu para a redução dos custos de transação inerentes à angariação de fundos provenientes de uma multiplicidade de destinatários, e, por outro, veio permitir o estabelecimento de ligações entre os respetivos utilizadores com menos fricção, e sem a presença de um intermediário ativo (passando o papel de facilitar o encontro entre agentes com interesses complementares a ser desempenhado pelas plataformas de *crowdfunding*).

Assim, só com o advento do *crowdfunding on-line* e das plataformas especializadas em *crowdfunding* é que este se passa a assumir como um meio credível de financiamento. Por isso, e ainda que o

<sup>16</sup> Martins Pereira, *Da regulação* cit., 6.

*crowdfunding* não tenha de ser, rigorosamente, promovido através da internet, *assumimos* que o financiamento colaborativo, enquanto fenómeno juridicamente relevante – e no sentido em que é regulado a nível nacional e internacional – assenta sempre na utilização de plataformas electrónicas especializadas<sup>17</sup>.

Os principais fatores que permitiram incrementar o *crowdfunding* assentam, por um lado, na dificuldade no acesso aos meios de financiamento tradicionais, resultante em larga medida da contração creditícia subsequente à crise económica iniciada em 2008 e, por outro lado, a regulação, o *shadowbanking* e as falhas do mercado de *private equity (funding gap)*. Com efeito, “[e]ste «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”<sup>18</sup>.

A propósito do crescimento da atividade de crowdfunding, cabe referir que, no mercado norte-americano estima-se que o *equity-based crowdfunding*<sup>19</sup> possa ultrapassar o capital de risco como a principal fonte de financiamento de *start-ups*<sup>20</sup>.

No caso da indústria de “financiamento colaborativo por empréstimo” (*lending-based crowdfunding*), em que o investidor “empresta” temporariamente quantias a outrem (pessoa singular ou coletiva), com um posterior retorno do seu capital (e eventualmente de

<sup>17</sup> Martins Pereira, *Da regulação* cit., 11 e 12.

<sup>18</sup> Frederico Romano Colaço/Ana Sá Couto *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, 39 *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* (2015), 131.

<sup>19</sup> No “financiamento colaborativo de capital” (*equity-based crowdfunding* ou *crowdinvestment*), os investidores têm em vista o lucro. Têm um interesse na atividade da própria sociedade ou numa futura venda de participações e recebem como contrapartida do financiamento uma parte do capital (uma participação social) ou outros direitos – de participar nos lucros da empresa ou de eventuais mais-valias no caso de venda da empresa ou da sua admissão à negociação num mercado regulado. Esta modalidade de financiamento tem em vista satisfazer necessidades de capital de empresas, mediante a emissão de ações, de títulos de dívida ou de outra forma de remuneração dependente do balanço.

<sup>20</sup> Cf. Dados informativos apresentados por Diogo Pereira Duarte na sessão sobre *Crowdfunding*, em 7 de novembro de 2018, no XXII curso de Pós-graduação em Direito dos Valores Mobiliários (ano letivo 2017/2018).

juros) encontra-se em franco crescimento e inclusivamente “*muitos receiam que pode vir num futuro imediato a ameaçar a atividade bancária – no Reino Unido alcança grande êxito desde há mais de 10 anos*”<sup>21</sup>.

Em Portugal, cerca de 99,9% das empresas são PME’s (segundo dados recolhidos junto da Comissão Europeia, Ficha SBA<sup>22</sup> de 2013 – Portugal<sup>23</sup>, e 94,8% são microempresas, o efeito do agravamento das condições económicas mundiais dos últimos anos é sobejamente conhecido e desmerece comentário, assim como as respetivas consequências para as condições de financiamento à economia. Apenas em 2013, as PME enfrentaram uma deterioração no acesso a empréstimos de 11%, e uma redução de 4% no crédito para fins comerciais (cf. Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê Económico e Social Europeu e ao Comitê das Regiões, 27 de março de 2014 – “Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia”)<sup>24</sup>. Adicionalmente, os próprios custos dos empréstimos e as garantias exigidas colocaram muitas empresas fora do escopo de potenciais recetores de financiamento, o que, conseqüentemente, conduz ao crescimento do *crowdfunding* enquanto nova forma de financiamento societário.

## 2.5. Supervisão, *enforcement* e regime sancionatório

O RJFC nomeia a CMVM como a entidade exclusivamente responsável pela regulação e supervisão da atividade de *crowdfunding* de investimento (cf. artigo 15.º, n.º 1 do RJFC), o que não prejudica o exercício da atividade de supervisão própria do Banco de Portugal e de outros reguladores, sempre que a atividade desenvolvida pelas partes determinar a aplicação dos respetivos regimes jurídicos de supervisão e regulação (cf. artigo 10.º, n.º 3 do RFC).

<sup>21</sup> Guilherme Catarino, *Crowdfunding cit.*, 15.

<sup>22</sup> *Small Business Act*.

<sup>23</sup> Acessível em [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/portugal\\_pt](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/portugal_pt) (consultado a 28 de outubro de 2019).

<sup>24</sup> Romano Colaço/Sá Couto, *O equity crowdfunding cit.*, 131.

Relativamente ao exercício da supervisão, a CMVM acompanha o desenvolvimento da atividade de forma a assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuir para a identificação e prevenção do risco sistémico e para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros, promovendo a proteção dos investidores<sup>25</sup>.

No que concerne à supervisão, partilhamos da opinião de Luís Guilherme Catarino, no sentido de que “[n]o caso de crowdfunding é essencial que a inspeção ou supervisão “on site” seja acompanhada pela intervenção de equipas multidisciplinares, bem como a inclusão de profissionais especialistas em informática (Plataformas e redes informáticas) antes de serem conferidas autorizações”.

Face à novidade do enquadramento legal, a supervisão e o *enforcement* do regime jurídico do *crowdfunding* poderá não ser fácil e, perspetiva-se que a execução de decisões sancionatórias possa ser de difícil exequibilidade.

O RJFC prevê a aplicação de um regime contraordenacional e penal definido em diploma próprio, nos termos do artigo 22.º, n.º 1 do RJFC, o que não prejudica a aplicabilidade dos regimes sancionatórios aplicáveis nos termos gerais, nomeadamente daqueles previstos no Código dos Valores Mobiliários (“CVM”), conforme disposto no artigo 22.º, n.º 2 do RJFC.

O legislador suspendeu a aplicação das normas relativas ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo até à sua regulamentação pela CMVM – cf. artigos 23.º e 25.º do RJFC. A CMVM tentou colmatar algumas das lacunas regulatórias através do Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 5 de maio<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> Belezas, Crowdfunding cit., 70-71.

<sup>26</sup> O Regulamento da CMVM, aplica-se exclusivamente às modalidades de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo e, desenvolve o RJFC, designadamente em relação às seguintes matérias (cf. artigo 1.º, n.º 1 e 2 do Regulamento):

- a) Acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo, causas de indeferimento e registo das entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo;
- b) Deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo;
- c) Obrigações de informação dos beneficiários do financiamento colaborativo para efeitos de informação aos investidores, às plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo e à CMVM;
- d) Limites máximos de angariação;

Não obstante, a CMVM foi obrigada a suspender a sua aplicação (*i.e.*, a sua entrada em vigor) até que o legislador dotasse a Lei de verdadeiros poderes de *enforcement* – cf. artigo 21.º do Regulamento da CMVM.

Como menciona Luís Guilherme Catarino<sup>27</sup>, “sem que o legislador prescreva as normas de sanção e as normas de competência sancionatória (artigo 165.º, n.º 1, d) da CRP) não se pode afirmar estarmos perante uma atividade publicamente permitida e regulada – o que a atual Proposta de Lei n.º 97/XIII irá solucionar”.

Com efeito, a Proposta de Lei n.º 97/XIII<sup>28</sup>, entrada na Assembleia da República no dia 6 de outubro de 2017, que culminou com a publicação da Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro (que define o regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo e procede à primeira alteração à Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que aprovou o regime jurídico do financiamento colaborativo), veio colmatar aquela lacuna fixando o quadro sancionatório e atribuindo competência sancionatória à CMVM e à ASAE<sup>29</sup>.

Através do referido regime sancionatório são estabelecidas contraordenações e sanções acessórias pelo não cumprimento das regras

*e) Limites ao investimento;*

*f) Relações com prestadores de serviços de pagamento, nos termos do Decreto-Lei n.º 317/2009, de 30 de outubro;*

*g) Deveres de prevenção de conflitos de interesses pelas plataformas eletrónicas”.*

<sup>27</sup> Guilherme Catarino, *Crowdfunding cit.*, 65.

<sup>28</sup> Acessível em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalleIniciativa.aspx?BID=41724> (consultado a 28 de outubro de 2019).

<sup>29</sup> O artigo 2.º da Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, sob a epígrafe “*Autoridades competentes*”, dispõe o seguinte:

*“1 – Compete à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) exercer, relativamente à atividade de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, todos os poderes e prerrogativas que lhe são conferidos pelos respetivos estatutos, aprovados em anexo ao Decreto-Lei n.º 5/2015, de 8 de janeiro, e pelo Código dos Valores Mobiliários, nomeadamente os de regulação, supervisão e fiscalização, assim como os de averiguação de infrações, instrução processual e aplicação de coimas e sanções acessórias no quadro desta atividade.*

*2 – Compete à Autoridade de Segurança Alimentar e Económica (ASAE) exercer, relativamente à atividade de financiamento colaborativo através de donativo ou com recompensa, a fiscalização, a instrução processual e a aplicação de coimas e sanções acessórias no quadro desta atividade.”*

relativas ao financiamento colaborativo, prevendo-se o reforço da eficácia das autoridades de supervisão, no sentido do reforço da segurança da aplicação das poupanças.

No que respeita à definição do referido novo regime sancionatório, a Lei subdivide-se em secções distintas: (i) o regime sancionatório aplicável à atividade de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo; e (ii) o regime sancionatório aplicável à atividade de financiamento colaborativo através de donativo ou com recompensa.

Numa breve referência ao regime sancionatório aplicável à atividade de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, note-se que, nos termos da Lei, as contraordenações podem assumir a forma de muito graves, graves ou leves.

Em primeiro lugar, as contraordenações muito graves relacionam-se com a prática de atos, ou o exercício de atividades de financiamento colaborativo, sem que se cumpra o respetivo registo junto da CMVM ou, havendo registo, fora do âmbito que dele resulta, bem como com a violação de sanções acessórias de interdição temporária ou de atividade de inibição do exercício de funções e de representação cominadas pela CMVM.

Por seu turno, as contraordenações graves prendem-se, entre outras infrações, com a violação das regras de prestação de informação, a violação das regras sobre a confidencialidade da informação recebida pelas entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo, ou a violação das regras de comunicação ou prestação de informação à CMVM ou a comunicação ou prestação de informação à CMVM que não seja completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, ou ainda a omissão dessa prestação de informação. Qualificam igualmente como tal o incumprimento do dever legal, por parte das entidades gestoras da plataforma eletrónica de financiamento colaborativo, de não adotarem, ou reduzirem a escrito, as políticas e procedimentos de organização interna, bem como a violação do regime de organização interna, a falta de comunicação atempada à CMVM, pelas entidades gestoras da plataforma eletrónica, da alteração dos elementos objeto do registo da atividade, e, em geral, a prática de atos ou operações proibidos pelas entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento

colaborativo, bem como o incumprimento de ordens ou mandados legítimos da CMVM transmitidos por escrito aos seus destinatários.

Por fim, pode constituir contraordenação leve a violação das regras de publicidade relativas às ofertas, bem como a violação de deveres não previstos na Lei, mas que se encontrem consagrados no regime jurídico do financiamento colaborativo e respetiva regulamentação, assim como noutras leis, nacionais ou internacionais.

Para efeitos de fixação das coimas aplicáveis a cada tipo de contraordenação (nos termos *supra* expostos), o legislador nacional previu intervalos entre EUR 5.000 e EUR 1.000.000 para punição de contraordenações muito graves (no entanto, caso o triplo do benefício económico obtido por via da infração praticada exceda o limite máximo da coima aplicável, este deve ser elevado àquele valor), entre EUR 2.500 e EUR 500.000 para efeitos de punição de contraordenações graves, e entre EUR 1.000 e EUR 200.000 relativamente a contraordenações leves.

Acrescente-se, ainda, que o legislador português elencou um conjunto de sanções acessórias, que poderão vir a ser aplicadas cumulativamente com as coimas *supra* citadas, e que poderão implicar a apreensão e perda do objeto da infração, incluindo o produto do benefício obtido pelo infrator através da prática da contraordenação, a interdição temporária do exercício pelo infrator da profissão ou da atividade a que a contraordenação respeita, a inibição do exercício de funções de administração, gestão, direção, chefia ou fiscalização e, em geral, de representação em entidades sujeitas à supervisão da CMVM, bem como o cancelamento do registo necessário para o exercício de atividades de financiamento colaborativo.

Em suma, a regulamentação, ainda que tardia, do regime sancionatório aplicável à generalidade das atividades de financiamento colaborativo, constitui um importante avanço na construção do quadro legal de um novo meio de financiamento ao dispor das sociedades comerciais, o qual tem vindo a ser utilizado recorrentemente em outros países, com o sucesso reconhecido<sup>30</sup>.

<sup>30</sup> PLMJ Corporate (PLMJ Advogados, SP, RL), Nota Informativa de fevereiro de 2018, “O Novo Regime Sancionatório do Financiamento colaborativo”, 2-3

### 3. Perspetiva de Direito Comparado

As áreas do direito abrangidas pelo espectro do *crowdfunding* de investimento inclui desde o direito público, nomeadamente, nas matérias respeitantes ao direito financeiro, em especial ao direito dos valores mobiliários e ao direito bancário, até ao direito privado, nomeadamente, em matérias de direito civil e comercial.

Nesse contexto, nos diferentes ordenamentos jurídicos, são diversas as soluções legislativas para a regulação da atividade de *crowdfunding*, nomeadamente: a criação de uma exceção para as atividades financeiras desenvolvidas pelas plataformas, a inclusão das plataformas no estatuto de algum tipo de intermediário financeiro anteriormente regulado, para a partir daí regular as suas especificidades, a regulação de forma autónoma da nova figura ou, simplesmente, a desconsideração do fenómeno e aplicação da legislação vigente<sup>31</sup>.

No âmbito do presente estudo, cabe assim proceder a uma análise comparativa<sup>32</sup> do regime jurídico do *crowdfunding* de investimento em outros ordenamentos jurídicos, designadamente nos Estados Unidos da América, Reino Unido, Espanha, Itália, Alemanha e França, bem como estudar a sua regulação ao nível da União Europeia.

Pretende-se através do recurso ao método da micro-comparação<sup>33</sup> compreender as diferenças e semelhanças no que concerne ao modelo de regulação adoptado da atividade de *crowdfunding* ao nível dos ordenamentos jurídicos congéneres. A escolha dos sistemas a comparar resulta do facto de serem ordenamentos jurídicos relativamente próximos do nacional e/ou de se tratarem de ordena-

<sup>31</sup> Belezas, Crowdfunding cit., 21.

<sup>32</sup> Na *análise comparativa* cuida-se de descobrir o Direito vigente em cada um dos sistemas jurídicos escolhidos quanto a um problema e/ou tema previamente enunciado, observando certas regras metodológicas fundamentais.

<sup>33</sup> No Direito Comparado como atividade intelectual de comparação de direitos é possível distinguir entre a macro-comparação (comparação de ordens jurídicas ou sistemas globalmente considerados) e a micro-comparação (comparação de regras, normas ou institutos jurídicos de diferentes ordens jurídicas).

mentos em que a atividade de *crowdfunding* já se encontra regulamentada há alguns anos e o objetivo da comparação resulta da relevância da obtenção de conhecimento sobre o modelo adotado nos outros países.

A propósito da metodologia de comparação jurídica em Direito Comparado, vários autores<sup>34</sup> salientam a necessidade comparativa entre os vários ordenamentos jurídicos objeto de análise, bem como os elementos a levar em conta na sua constituição<sup>35</sup>. Assim, no âmbito da análise individual de cada um dos ordenamentos jurídicos, pretende-se salientar, ainda que de forma sintética, algumas diferenças e semelhanças entre os vários ordenamentos analisados<sup>36</sup> deste fenómeno que apenas recentemente assumiu um lugar de destaque na agenda regulatória mundial.

### 3.1. União Europeia

A Comissão Europeia anunciou, em 2013, pela primeira vez, a sua intenção de apoiar o desenvolvimento de fontes de financiamento “não tradicionais” como o *crowdfunding*, através da COM (2013) 150 final, Bruxelas, 25 de março de 2013 (“*Green Paper – Long-term financing of the European economy*”).

A ausência de regulação e supervisão específica para o fenómeno de *crowdfunding*, a nível europeu<sup>37</sup>, motivou entre outras iniciativas a publicação da COM (2014) 172 final, Bruxelas, 27 de março de 2014 (“*Unleashing the potencial of Crowdfunding in the European Union*”), na qual a Comissão Europeia assumiu a intenção de apoiar e cooperar no desenvolvimento de um entendimento comum de modo a influenciar e uniformizar futuras ações de regulação.

<sup>34</sup> Em particular, Isabel Magalhães Collaço, Carlos Ferreira de Almeida e Rui Pinto Duarte.

<sup>35</sup> Carlos Ferreira de Almeida/Jorge Morais Carvalho, *Introdução ao Direito comparado*, Almedina: Coimbra, (2017), 22-24.

<sup>36</sup> Dário Moura Vicente, *Direito comparado*, I, 3ª ed., Almedina: Coimbra (2013), 41-43.

<sup>37</sup> Atualmente, a prestação de serviços de *crowdfunding* de investimento regulamentados, a nível europeu, apenas é possível através de ofertas baseadas na emissão de valores mobiliários autorizados ao abrigo do regime da Diretiva de Instrumentos Financeiros (“DMIF”).

Aliás, com a publicação da COM (2015) 468 final, Bruxelas, 30 de setembro de 2015 (“*Action Plan on Building a Capital Markets Union*”), a Comissão Europeia defendeu que “*uma regulação prematura poderia prejudicar e não estimular o crescimento deste canal de financiamento rápido e inovador*”.

Saliente-se também que, a Comissão Europeia elegeu como principais prioridades a instituição de um grupo de peritos em *crowdfunding* – o “*European Crowdfunding Stakeholders Forum*”, criado em 25 de junho de 2014, para apoiar a Comissão Europeia no desenvolvimento de políticas de *crowdfunding* – a par do mapeamento de iniciativas regulatórias nacionais, de modo a assegurar o bom funcionamento do mercado interno e a avaliar da necessidade de uma intervenção regulamentar ao nível da União Europeia.

Nessa sequência, foi publicado, em 4 de novembro de 2015, o “*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*” e, em 3 de maio de 2016, foi publicado o “*Report on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*”.

No plano da União Europeia, salienta-se, ainda, a Resolução do Parlamento Europeu, de 9 de julho de 2015, intitulada “*Building a Capital Markets Union*” e a Resolução do Parlamento Europeu, de 19 Janeiro de 2016, subordinada ao tema “*Stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union*”.

Nesta orientação europeia, de mencionar também os seguintes documentos relevantes em matéria de *crowdfunding*: Parecer e recomendações da *European Securities and Markets Authority* (doravante, abreviadamente “ESMA”) sobre *equity-based crowdfunding*, de 18 de dezembro de 2014<sup>38</sup>, Parecer da *European Banking Authority* (doravante, “EBA”) sobre *lending-based crowdfunding*, de 26 de fevereiro de 2015<sup>39</sup> e as consultas públicas da Comissão

<sup>38</sup> Acessível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560\\_advice\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investment-based_crowdfunding.pdf) (consultado a 28 de outubro de 2019).

<sup>39</sup> Acessível em <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+%28EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding%29.pdf> (consultado em 28 de outubro de 2019).

Europeia sobre *FinTech: a more competitive and innovative european financial sector*<sup>40</sup>, de março de 2017 e da Proposta da Comissão Europeia, para a “*Regulation on European Crowdfunding Services for Business*”, de março de 2018.

### 3.2. Estados Unidos da América

Nos Estados Unidos da América o termo *crowdfunding* descreve uma variedade de métodos de financiamento, mediante a oferta de *securities* (correspondente aos valores mobiliários no ordenamento jurídico português), através de portais eletrónicos disponibilizados na internet, designadamente: a “*Rule 506 of Regulation D*”, a “*Regulation A+*” e o “*Regulation Crowdfunding*”.

Por um lado, a “*Rule 506 of Regulation D*”, constante do Título II da *Jumpstart Our Business Startups (“JOBS”) Act*, prevê as ofertas de *securities* exclusivamente dirigidas a investidores qualificados. Por outro lado, a “*Regulation A+*” (*Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act*), constante do Título IV da *JOBS Act*, prevê as ofertas de *securities* dirigidas ao público em geral, até um valor máximo de 20 ou de 50 milhões de dólares. Por seu turno, a “*Regulation Crowdfunding*”, vulgarmente designada como “*Crowdfunding Act*” ou “*Crowdfunding exemption*” (ou também conhecida pela denominação “*Capital Raising Online while Deterring Fraud and unethicial non-Disclosure Act*”), encontra-se prevista no Título III do *JOBS Act*, que regula especificamente o *crowdfunding* de investimento através da oferta pública de *securities*.

As principais particularidade do novo regime, criado pela conjugação da *JOBS Act* e do “*Regulation Crowdfunding*” consistem, em traços gerais, nos seguintes aspectos: a definição dos *brokers* e dos *funding portals* como intermediários de *crowdfunding*, a dispensa de registo dos *funding portals* como *brokers* na *Securities and Exchange Commission (“SEC”)*, a limitação dos investimentos, a

<sup>40</sup> Acessível em [https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-fintech-more-competitive-and-innovative-european-financial-sector\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-fintech-more-competitive-and-innovative-european-financial-sector_en) (consultado em 28 de outubro de 2019).

isenção do dever de publicação de prospecto para as ofertas publicadas no âmbito do “*Crowdfunding Act*”, substituindo-o pela sujeição dos beneficiários a deveres de divulgação e informação à SEC e aos investidores, a proibição de revenda dos valores mobiliários adquiridos pelo período de um ano, a restrição de publicitação das ofertas, a inclusão dos portais de financiamento na categoria de *issuers* ou emitentes e a obrigatoriedade desses disponibilizarem os potenciais investidores um questionário para comprovação da compreensão dos riscos associados aos investimentos, antes de estes se comprometerem com qualquer investimento no âmbito do “*Crowdfunding Act*”.

Segundo o “*Crowdfunding Act*”, o beneficiário e emitente dos valores mobiliários tem que providenciar a sua estrutura de propriedade e capital, com as diferentes classes de valores mobiliários que são oferecidas e a determinação da sua diferença, a explicação dos direitos inerentes e como podem ser transmitidos ou modificados.

O beneficiário deve divulgar uma lista com o nome dos detentores de participações qualificadas e a explicação dos riscos envolvidos para os acionistas minoritários e acionistas futuros. O beneficiário deve, também, explicitar a sua oferta, como os seus fins e objetivos, o montante que pretende arrecadar e o preço dos valores mobiliários ou o método de determinação desse preço. Outrossim, os beneficiários devem elaborar um relatório anual para ser divulgado aos seus investidores e ser avaliado pela SEC<sup>41</sup>.

Encontramos, assim, nos Estados Unidos da América, uma facilitação de acesso de pequenos investidores ao mercado, com uma rigorosa limitação do valor do investimento no *crowdfunding*, para evitar que o investimento deixe de ser do público e passe a ser dos investidores institucionais.

### 3.3. Reino Unido

Cabe de seguida analisar o regime jurídico do Reino Unido em matéria de “*crowdfunding*”. O Reino Unido tem sido um dos pio-

<sup>41</sup> Vieira dos Santos, *Crowdfunding cit.*, 18.

neiros a nível mundial no desenvolvimento de meios alternativos de financiamento e, naturalmente, a *Financial Conduct Authority* (“FCA”) apressou-se a emitir regulamentação – *FCA Final Rules: “Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014”* – em vigor desde 1 de abril de 2014, com o objetivo principal de, por um lado, assegurar um nível de proteção apropriado para os investidores e, por outro, garantir a concorrência neste novo mercado, no interesse dos consumidores.

A abordagem seguida em relação ao *equity crowdfunding* é notoriamente distinta da que se verificou nos Estados Unidos. A FCA expressamente refere no seu *Policy Statement* que não considerou apropriado estabelecer deveres mínimos de *due diligence* ou divulgação de informação, para não elevar sobremaneira os custos regulatórios para os participantes. Em vez disso, o foco do regulador dirigiu-se à limitação de categoria de investidor elegível, tendo em conta os riscos que o modelo acarreta.

Dessa forma, apenas poderá investir em *equity crowdfunding* através de uma plataforma autorizada, o investidor que: (i) comprove a sua sofisticação, de acordo com os critérios estabelecidos, ou (ii) que seja de alto valor (*high net-worth*), ou (iii) que tenha recebido aconselhamento em relação ao investimento. Caso o investidor não cumpra uma destas condições, terá de passar um *appropriateness test* e apenas poderá investir até 10% dos seus ativos líquidos (*net investible assets*)<sup>42</sup>.

### 3.4. Espanha

No ordenamento jurídico espanhol, a atividade de *crowdfunding* de investimento foi regulada, pela primeira vez com a publicação da *Ley 5/2015, de 27 de abril* ou *Ley de Fomento de la Financiación Empresarial* (“LFFE”).

<sup>42</sup> Romano Colaço/Sá Couto, *O equity crowdfunding* cit., 132.

Relativamente às plataformas eletrónicas de financiamento<sup>43</sup>, o “*Régimen jurídico de las Plataformas de Financiación Participativa*”<sup>44</sup> (“RJPPF”) apresenta, entre outras novidades, a definição das plataformas de financiamento colaborativo como intermediários financeiros “plurifuncionais”, estabelecimento da reserva da atividade aos intermediários de financiamento participativo, enumeração dos serviços principais e auxiliares por estes prestados, imposição da proibição do exercício pelas plataformas de atividades reservadas às entidades de crédito e de serviços de investimento, bem como a definição de requisitos para o exercício da atividade de financiamento participativo, (entre os quais, a autorização e registo das plataformas na *Comisión Nacional del Mercado de Valores* – CNMV, a sujeição das plataformas deveres/ normas de conduta – regras gerais, informação, conflitos de interesses, publicidade e conservação de informação – e organização e ao regime de supervisão, inspeção e sancionatório da CNMV e a necessidade de capital social mínimo)<sup>45</sup>.

No que respeita à ofertas de financiamento participativo, o RJPPF estabeleceu os limites à angariação e ao investimento e definiu o objeto das ofertas, nomeadamente, a emissão ou subscrição de obrigações, ações ordinárias e privilegiadas e outros valores mobiliários representativos de capital, sempre que se encontrem em condições de dispensa de prospeto, a missão ou subscrição de participações e sociedades de responsabilidade limitada e empréstimos.

<sup>43</sup> À semelhança do que ocorre noutros estados-membros, as plataformas exercem a atividade de intermediação de financiamento colaborativo, desde que não executem ordens ou detenham fundos de clientes, ao abrigo da exceção do artigo 3.º da DMIF, o que possibilita às plataformas atuar fora do âmbito desse normativo.

<sup>44</sup> Este regime é parte integrante da *Ley 5/2015, de 27 de abril* e o âmbito de aplicação desta lei são as plataformas que oferecem financiamento em troca de retorno monetário.

<sup>45</sup> Belezas, Crowdfunding cit., 44.

### 3.5. Itália

O ordenamento jurídico italiano foi pioneiro a regulamentar a atividade de *crowdfunding*<sup>46</sup> de investimento através da publicação do *Decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179*, convertido com as alterações na *Legge 17 novembre 2012, n. 221*, designado por “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*” (ou também por “*decreto Crescita bis ou 2.0*”).

A entrada em vigor daquele diploma ficou, no entanto, dependente de regulamentação específica a publicar pela Autoridade italiana de supervisão e mercados financeiros – a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB). Assim, em 26 de junho de 2013, a CONSOB publicou o “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di star-up innovative tramite portali on-line*” (Regulamento n.º 18592, que aplica o artigo 30.º do Decreto Legislativo 179/2012, de 18 de Outubro – decreto *crescita bis*, convertido, com modificações, na Lei 221/2012, de 27 de Dezembro) e a Itália tornou-se o primeiro país do mundo a implementar uma disciplina específica para o *crowdfunding*<sup>47</sup>.

Este novo regime estabeleceu, entre outros, o dever de registo das entidades gestoras dos portais eletrónicos de financiamento na CONSOB, a previsão de deveres de conduta, de divulgação e de informação para esses gestores, a isenção do dever de publicação do prospeto e a limitação da angariação para as ofertas efetuadas no âmbito da regulação de *crowdfunding*, a obrigatoriedade de reserva de uma percentagem mínima das ofertas para os investidores qualificados, a previsão do direito de livre resolução da ordem de subscrição pelos investidores não qualificados e a previsão de estruturação dos portais de forma a permitir a navegação de forma gradual.

Segundo aquele Regulamento, as empresas podem recorrer à modalidade de *crowdfunding* de capital, ou seja, podem emitir ofertas de instrumentos participativos no capital de risco através de

<sup>46</sup> Em Itália, o termo *crowdfunding* é traduzido por “*finanziamento dela folla*” ou financiamento da multidão.

<sup>47</sup> A propósito do pioneirismo italiano *vide* Belezas, *Crowdfunding cit.*, 39-41.

portais especializados até a um total de 5 milhões de euros. Os beneficiários só poderão ser *start-ups*, ou seja, sociedades que cumpram os requisitos dos números 2 e 4 do artigo 25.º do *decreto crescita bis*, com vista a incentivar o crescimento económico sustentável e desenvolvimento tecnológico e emancipar essas sociedades das formas de financiamento tradicionais. A opção, em Itália, como se viu, para além da limitação do valor da oferta, foi a delimitação legal dos sujeitos que podem recorrer à figura do *crowdfunding* de capital<sup>48</sup>.

No plano das plataformas de negociação, o referido Regulamento, que aplica o *decreto crescita bis* italiano, criou rigorosas regras de conduta aos gestores das plataformas de negociação, que só podem ser bancos ou sociedades comerciais.

Com efeito, o Regulamento prevê a instituição de registo especial de gestor de portal *online* e deve pedir autorização para iniciar a sua atividade à CONSOB, – que tem o objetivo de salvaguardar a qualidade das operações –, acompanhado de um relatório sobre a sua atividade, estrutura organizacional e os detalhes dos seus objetivos de investimento.

Essas plataformas terão, naturalmente, que se sujeitar a requisitos de idoneidade e profissionalismo e obrigações de transparência e de divulgar informações aos investidores – de forma a estes terem dados necessários para avaliarem devidamente os seus investimentos –, sob pena de sanções disciplinares. Com a apresentação de uma proposta de um projeto por parte de um beneficiário, a plataforma deve avaliar a adequação do projeto às características do financiamento através de *crowdfunding*, a reputação do beneficiário e a probabilidade de fraude.

Por último, de salientar que, em Itália, introduziram normas de proteção a investidores não institucionais, como a possibilidade destes revogarem a sua oferta, caso ocorra um facto novo ou um erro na publicitação que tenha influenciado a decisão de investimento.

<sup>48</sup> Vieira dos Santos, Crowdfunding cit., 19.

### 3.6. Alemanha

A noção alemã de *crowdfunding*<sup>49</sup>, tal como no caso norte-americano, corresponde a uma diversidade de métodos de financiamento através de portais disponibilizados na internet.

Originariamente, desde 2006, a constituição de relações de *crowdinvesting* envolveu direitos de participação nos lucros, ao abrigo da *Vermögensanlagengesetz* (“VermAnlG”) – as ofertas eram isentas da obrigação de publicação do prospecto.

No que respeita ao regime alemão a regulação da matéria em apreço cabe à Lei de proteção de pequenos investidores – *Kleinanlegerschutzgesetz* (“KASG”) -, que regula especificamente as atividades de *crowdfunding* social e de *crowdinvesting*, publicada em 9 de julho de 2015.

A KASG estabelece um regime simplificado para as ofertas de *crowdfunding* com epicentro na isenção do dever de publicação de prospeto, aplicável no caso de se encontrarem cumulativamente preenchidos os seguintes requisitos: a oferta ser relativa a investimentos, isto é, empréstimos com participação nos lucros, empréstimos subordinados ou outras formas comparáveis de investimento, o valor da oferta não exceder os 2,5 milhões de euros e a oferta ser disponibilizada através de plataformas de investimento disponibilizadas na internet.

A KASG prevê, ainda, para proteção dos investidores menos habilitados, restrições ao investimento das pessoas singulares em ofertas sobre a “isenção” de *crowdfunding*, deveres de informação dos beneficiários aos investidores e ao mercado e a obrigatoriedade de incluir nos anúncios e na publicidade da oferta os alertas relativos ao risco de perda total dos investimentos<sup>50</sup>.

<sup>49</sup> Na Alemanha, o termo *crowdfunding* foi traduzido por “*Schwarmfinanzierung*” ou financiamento de enxame.

<sup>50</sup> Belezas, *Crowdfunding* cit., 36-39.

### 3.7. França

Atentemos, por último, no regime jurídico francês: o quadro jurídico que regulamenta o *crowdfunding*<sup>51</sup> por empréstimo e de capital, entrou em vigor a 1 de outubro de 2014, integrado no *Code Monétaire et financier* (Código Monetário e Financeiro)<sup>52</sup>.

Os beneficiários, tal como nos Estados Unidos, têm algumas obrigações de informação aos investidores e aos intermediários como a apresentação de relatórios anuais e contratos-quadro de financiamento.

No *crowdfunding* de capital, a lei francesa permite a emissão de títulos financeiros não cotados até ao limite de um milhão de euros por oferta, enquanto que no *crowdfunding* por empréstimo o limite é de mil euros, globalmente. O *crowdfunding* por capital está sujeito ao regime de oferta pública de título financeiros, obrigando, por isso, o beneficiário a realizar um prospeto, com todas as informações financeiras relevantes, para as plataformas de negociação divulgarem a potenciais investidores.

Em França, as plataformas de negociação têm um estatuto específico de intermediário de modo a mitigar a desintermediação bancária. Estas plataformas têm obrigatoriamente que garantir a frequência por parte dos investidores de formações iniciais e contínuas de modo a informá-los dos seus riscos de crédito e a incentivá-los a acompanhar todas as operações.

Nos casos de *crowdfunding* por empréstimo, as plataformas de negociação não podem ser pessoas coletivas, certamente, com o objetivo de evitar que certas sociedades substituam os bancos. Em relação ao *crowdfunding* por capital, as plataformas regem-se por rigorosas condições de incompatibilidade e conflitos de interesses<sup>53</sup>.

Por último de salientar que, no caso de *lending-based* ou de *equity-based crowdfunding* os intermediários têm de revestir a forma (nova) de *Conseillers en Investissement Participatif* (“CIP”),

<sup>51</sup> Em França, o termo *crowdfunding* é traduzido por “*financement participatif*” (financiamento participativo).

<sup>52</sup> Cf. *Décret n.º 2014-1053*, de 16 de setembro de 2014, relativo ao financiamento participativo.

<sup>53</sup> Vieira dos Santos, *Crowdfunding cit.*, 19-21.

ou a de instituição de crédito ou empresa de investimento enquanto *prestataire de services d'investissement* (“PSI”) – cf. Cap. VII, incluído no Titre IV do Livre V do *Code Monétaire et Financier* aprovado pelo art 1.º da *Ordonnance n. 2014-559*, de 30 de Maio de 2014 regulamentada pelo *Décret n. 2014-1053*, de 16 de Setembro de 2014).

#### 4. Considerações finais

A evolução tecnológica proporcionou, ao nível do sistema financeiro, o aparecimento de novas formas de financiamento, de entre as quais o *crowdfunding*. Atualmente, os negócios fazem-se cada vez mais com quem consegue transmitir a sua ideia eficazmente e a propagação dos meios eletrónicos e a globalização da economia vieram tornar mais importante a estética da mensagem do que o seu conteúdo, promovendo a simplicidade e celeridade na comunicação entre os diferentes intervenientes.

Como refere João Vieira dos Santos, “*estamos a experienciar uma era, também, em que a realização profissional exige maior autonomia por parte das pessoas, e esse estímulo tem potenciado as capacidades de iniciativa e de gerar novas ideias e negócios a partir do zero*”<sup>54</sup>.

Adicionalmente, vivemos dias em que as pequenas e médias empresas confrontam-se com reais dificuldades em obter financiamento, o que conduziu a um contexto favorável ao surgimento da figura do *crowdfunding*, um novo meio de financiamento, junto do público, que recorre a plataformas *online* e que foi objeto do nosso estudo.

À semelhança do que sucede no ordenamento jurídico nacional que permite a capitalização das sociedades através do *crowdfunding*, vários países já adaptaram também os respetivos ordenamentos jurídicos para regulamentarem esta nova figura – que revoluciona a forma das pequenas e médias empresas financiarem-se –, com o objetivo de potenciar o crescimento da economia real e globalizada.

<sup>54</sup> João Vieira dos Santos; *Ibidem*, p. 5.

Com efeito, esta forma de financiamento constitui um novo modelo de capitalização das sociedades comerciais que se encontra em crescimento e em desenvolvimento, desafiando a tradicional separação entre sociedade de grande dimensão, abertas ao investimento público, e as micro ou pequenas empresas e start-ups<sup>55</sup>.

Conclui-se, na nossa análise, que a tendência de desenvolvimento de meios de financiamento alternativos à banca tradicional merece cada vez mais atenção dos mercados e reguladores a nível mundial e, conseqüentemente, que o *crowdfunding* poderá constituir uma das principais tendências de disrupção do mercado de financiamento tal como o conhecemos. Em consequência, a grande maioria das pequenas e médias empresas pode beneficiar de uma fonte alternativa de financiamento como o *crowdfunding*, com possíveis vantagens de custos e flexibilidade relativamente às fontes tradicionais.

O tempo dirá se este novo instrumento de financiamento das empresas será efetivamente um motor de crescimento e de emprego no sector empresarial português.

<sup>55</sup> Vide a este propósito: Inês Lopes Dias, Equity crowdfunding. *A governação da sociedade financiada*, 10 RDS (2018), 726 ss.

## Bibliografia

- Almeida/Carvalho, Carlos Ferreira de /Jorge Morais, *Introdução ao Direito comparado*, Almedina: Coimbra, (2017), 22-24.
- Antunes, João, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Almedina: Coimbra (2007)
- Belezas, Fernando, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, Almedina: Coimbra (2017)
- Catarino, Luís Guilherme, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o regresso ao futuro?* em Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, Lisboa (2017)
- Colaço/Couto, Frederico Romano/Ana Sá, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, 39 Actualidad Jurídica Uría Menéndez (2015)
- Dias, Inês Lopes, *Equity crowdfunding. A governação da sociedade financiada*”, 10 RDS (2018)
- Pereira, Maria Clara Natividade Martins, *Da regulação do crowdfunding de capital*, Dissertação apresentada no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão, em 31 de março de 2016, Católica Faculty of Law/Católica Lisbon Business & Economics
- Pinto, Alexandre Mota, *Do Contrato de Suprimento – O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Almedina: Coimbra (2002)
- Santos, João Vieira dos, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, RED (2015)
- Vicente, Dário Moura, *Direito comparado*, I, 3.<sup>a</sup> ed., Almedina: Coimbra (2013), 41-43