

RESUMO: É incontroverso que o *crowdfunding* tem revolucionado a forma de financiamento de empresas (em particular, *start-ups*). O presente trabalho trata o conceito e modalidades, a (des)necessidade de nova regulação, as tendências regulatórias existentes e, por fim, os problemas por resolver e os desafios que a indústria do *crowdfunding* enfrenta.

Palavras-chave: *equity crowdfunding*; regulação; plataforma; investidor; beneficiário.

ABSTRACT: It is indisputable that crowdfunding has been challenging the world of corporate financing (notably, *start-ups*). This paper addresses the concept and models of crowdfunding, the need to regulate, regulatory trends and, lastly, problems and challenges faced by the crowdfunding industry.

Keywords: *equity crowdfunding*; regulation; platform; investor; beneficiary.

LUÍS ROQUETTE GERALDES *

FRANCISCA SEARA CARDOSO **

Uma revolução chamada *crowdfunding*

I. Conceito

Da justaposição de dois vocábulos ingleses, «*crowd*» e «*funding*» (multidão e financiamento), surge a expressão de origem anglo-saxónica *crowdfunding*. A expressão não poderia ser mais acertada, uma vez que o *crowdfunding* envolve justamente o recurso a uma multidão (no sentido de pluralidade) de pessoas – singulares ou coletivas – com vista ao financiamento de um projeto, causa ou empresa.

Em Portugal, adotou-se a expressão – aparentemente assente no tráfego jurídico nacional – de financiamento colaborativo¹ que compreende, sem dificuldade, os dois elementos essenciais ou traços característicos do *crowdfunding*, a saber: (i) a pluralidade de destinatários (financiadores ou investidores) e (ii) o fim de financiamento.

O *crowdfunding* pode assim ser descrito como o processo de angariação de fundos, em pequenas tranches, junto de uma pluralidade de pessoas – singulares ou coletivas –, para financiamento ou refinanciamento de um projeto ou atividade comercial, através da internet.

* Advogado (MLGTS) e Mestre em Direito
** Advogada Estagiária (MLGTS) e Mestre em Direito

¹ Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que define o regime jurídico do financiamento colaborativo.

O *crowdfunding* tem vindo a ser utilizado para angariar capital para projetos sociais («*social crowdfunding*»), artísticos e até políticos², mas emerge como um método de financiamento privilegiado para *start-ups* e outros projetos comerciais em geral³.

II. Enquadramento

A revolução digital, desde logo estimulada pelo rápido avanço tecnológico da internet, tem trazido importantes mudanças de paradigma na vida das empresas e dos negócios.

O financiamento das empresas representa, desde a crise financeira mundial de 2007-2008, um dos maiores obstáculos a um desenvolvimento económico eficiente, em particular dadas as falhas de mercado existentes na Banca. Se, por um lado, o acesso pelas pequenas e médias empresas (PME) a financiamento bancário tem diminuído nos últimos anos, por outro, são cada vez mais abrangentes os pacotes de garantias exigidos pelos Bancos.

Perante este contexto – de maior inovação e de ausência de financiamento – o *crowdfunding* vem-se tornando num importante meio de financiamento alternativo das sociedades comerciais (e de projetos em geral).

Acresce que o entusiasmo que envolve esta fonte alternativa de financiamento deve-se ainda à simplicidade que lhe está associada, uma vez que não implica estruturas complexas (*e.g.*, exigências de prospetos e intervenção de várias entidades intermediárias) e implica custos de estruturação e de operação relativamente baixos quando comparada com os meios tradicionais.

Não é, pois, de estranhar os números extraordinários apresentados pela indústria do *crowdfunding*, seja ao nível da dimensão de mercado que ocupa, das receitas que gera, do volume investido ou do número de plataformas existentes.

De acordo com o relatório elaborado pela *Crowd Data Center* em 2014, o montante obtido através dos vários modelos de *crowdfunding* vinha

² A título de exemplo, note-se que o Presidente dos EUA, Barack Obama, revolucionou a forma de financiar as campanhas utilizando o seu *website* para angariar fundos. Com efeito, a sua campanha angariou 631 milhões de dólares em doações individuais, 214 milhões dos quais vieram de pequenos doadores.

³ Ver, em particular, o gráfico disponível em <<http://www.economist.com/news/economic-and-financial-indicators/21647603-global-crowdfunding>>.

duplicando a cada 60 dias⁴ e estimava-se que, em 2015, a dimensão do mercado europeu de *crowdfunding* rondasse EUR 4.2 mil milhões⁵. Note-se que esta «revolução chamada *crowdfunding*» é uma tendência global. Com efeito, as estimativas de 2015 quanto à dimensão do mercado global de *crowdfunding* apontavam para valores na ordem dos USD 34 mil milhões⁶. Por último, o *World Bank* estima que o mercado de *crowdfunding* atinja USD 90 mil milhões em 2020⁷.

Comparativamente, e para se poder ter uma ordem de grandeza, o setor tipicamente considerado concorrente, isto é, o *venture capital* (ou capital de risco) representa, em média, USD 30 mil milhões por ano (USD 45 mil milhões de montante investido em 2014). Por sua vez, o *angel capital* atinge, em média, USD 20 mil milhões por ano⁸.

III. Modalidades de *crowdfunding*

O *crowdfunding* pode assumir várias modalidades, consoante a natureza da relação criada entre o beneficiário e o investidor, ou seja, consoante o título a que a contribuição for solicitada, a saber:

- i. *Financiamento colaborativo através de donativo*, através do qual a entidade financiada recebe um donativo, com ou sem a entrega de uma contrapartida não pecuniária⁹;

⁴ CROWD DATA CENTER, *The crowdfunding & the state of the crowdfunding nation documenting – The global rise of efinance & the efinancing escalator*, Crowd Data Center's Inaugural Report – Headline Edition 2014, disponível em <https://www.scrpt.scot/wp-content/uploads/2015/07/Crowdfunding-Centre-The_State_of_The_Crowdfunding_Nation_1st_HEADLINE_Edition.pdf>.

⁵ Informação contida em *Crowdsurfer Dashboard*, disponível em <www.crowdsurfer.com>.

⁶ Ver, em particular, a informação constante do site *Massolution*, disponível em <<http://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2015/12/Massolution-Funding-Volume-2015.jpg>>.

⁷ INFODEV/THE WORLD BANK, *Crowdfunding's potential for the developing world*, 2013, disponível em <http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf>.

⁸ Ver, em particular, a informação constante do gráfico *Annual Funding (Billions): VC vs. Crowdfunding vs. Angel*, disponível em <<http://blog.symbid.com/2015/trends/crowdfunding-industry-overtakes-venture-capital-and-angel-investing/>>.

⁹ Plataformas em Portugal: PPL (<www.ppl.com.pt>); Plataformas Internacionais: Indiegogo (<www.indiegogo.com>), Justgiving (<www.justgiving.com>), Kickstarter (<www.kickstarter.com>), Gofundme (<www.gofundme.com>).

- ii. *Financiamento colaborativo com recompensa*, através do qual a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido¹⁰;
- iii. *Financiamento colaborativo por empréstimo (loan crowdfunding, peer-to-peer lending)*, através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação¹¹;
- iv. *Financiamento colaborativo de capital (equity crowdfunding ou convertible notes)*, através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social ou dívida convertível em participação de capital, verificadas que sejam determinadas circunstâncias¹².

Enquanto as duas primeiras modalidades não oferecem dificuldades especiais no âmbito da regulação jurídica, as duas últimas (também designadas em conjunto como *investment crowdfunding*) têm merecido considerável atenção, pelos riscos que lhe estão associados e, bem assim, pelos desafios que apresentam para o mercado de capitais e para a banca tradicional.

Vejamos, em particular, a modalidade de *equity crowdfunding*.

O *equity crowdfunding* – ou financiamento colaborativo de capital – é uma das modalidades mais controversas e, simultaneamente, mais interessantes de *crowdfunding*.

Por norma, as empresas que recorrem a este mecanismo não são suficientemente maduras, não têm balanço bastante ou *cash flows* regulares para suportar dívida bancária. Por outro lado, são empresas que ainda não possuem as características necessárias para se tornarem atrativas para investidores de capital de risco (*business angels* ou fundos de *venture capital*), tendo em conta a tendência atual destes selecionarem projetos mais

¹⁰ Plataformas em Portugal: PPL (<www.ppl.com.pt>) e Massivemov (<www.massivemov.com>); Plataformas internacionais: Indiegogo (<www.indiegogo.com>), Quirky (<www.quirky.com>) Kickstarter (<www.kickstarter.com>), RocketHub (<www.rockethub.com>).

¹¹ Plataformas em Portugal: Raize (<www.raize.pt>); Plataformas internacionais: LendingClub (<www.lendingclub.com>), Kiva (<www.kiva.org>), Symbid (<www.symbid.com>), Funding Circle (<www.fundingcircle.com/uk/>).

¹² Plataformas internacionais: Seedrs (<www.seedrs.com>), Crowdfunder (<www.crowdfunder.com>), CircleUp (<www.circleup.com>), Crowdcube (<www.crowdcube.com>).

desenvolvidos ou nos quais os superiores montantes de investimento suportem os respetivos custos de transação¹³.

Assim, na ótica do beneficiário, é um mecanismo adequado a dotar empresas, numa fase de crescimento, do capital necessário para iniciar ou consolidar a sua atividade.

Acresce que o recurso ao *equity crowdfunding* tem vindo a desempenhar um papel muito interessante na simplificação das estruturas de financiamento de *start-ups* («standardização»), reduzindo custos de transação e permitindo, assim, investimentos de montantes mais baixos – investimentos esses que, antes do advento do *crowdfunding*, não seriam eficientes. Por último, note-se ainda outros benefícios inerentes, em particular a possibilidade de publicitar o projeto (*marketing*) e perceber, numa fase inicial, se o mercado tem interesse no projeto/produto em causa (*screening* e teste de mercado).

No que ao investidor diz respeito, apesar de o *equity crowdfunding* comportar riscos sensíveis e não despidiendos¹⁴, promove a democratização das oportunidades de investimento, na medida em que permite a qualquer indivíduo oportunidades de investimento às quais tipicamente não teria acesso, ou seja, oportunidades a que apenas os investidores profissionais teriam acesso.

IV. Regular ou não regular?

Quando aplicável, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (doravante «DMIF»)¹⁵⁻¹⁶ tem variadas implicações para as plataformas de *crowdfunding*, enquanto empresas de investimento. A vantagem de «cair» no âmbito de aplicação da DMIF prende-se, desde logo, com a possibilidade de usufruir do chamado «passaporte», isto é, tal entidade, passando por um processo relativamente simples de comunicação entre reguladores, terá o direito de prestar os seus serviços/atividades em outros

¹³ Cfr. COLLINS, L. & PIERRAKIS, Y., *The venture crowd: crowdfunding equity investment into business*, Londres, Nesta, 2012, e GABISON, GARRY A., *Understanding crowdfunding and its regulations*, Publications Office of the European Union, 2015.

¹⁴ Ver, *infra*, Capítulo VI.

¹⁵ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

¹⁶ ESMA, *Investment-based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 2014, disponível em <https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf?download=1>.

países da União Europeia sem necessidade de pedidos de autorização adicionais. Todavia, terão plena aplicação, entre outros, requisitos patrimoniais, as regras de conflitos de interesses e os requisitos relativos à organização da plataforma.

Note-se, todavia, que a DMIF oferece também isenções¹⁷ pelo que, não raras vezes, os modelos de negócio das plataformas em causa são estruturados com o intuito de não serem abrangidos por tal diploma e, assim, tentar fugir à *longa manus* da regulação.

A Diretiva Prospeto (doravante «DP»)¹⁸ requer a publicação de um prospeto quando se está perante uma oferta de valores mobiliários¹⁹ ao público, salvo se nos encontrarmos em alguma das suas exceções. A obrigação de elaboração de prospeto comporta custos elevados e, em geral, não se coaduna com os montantes angariados nas campanhas desta indústria. Perante este cenário, é recorrente, por exemplo, na Alemanha, que as plataformas estruturam as suas ofertas por forma a que, na máxima medida possível, se afaste a obrigação de publicação de prospeto²⁰⁻²¹.

Note-se ainda que certos modelos de *crowdfunding* (e.g., *peer-to-peer lending*) poderão compreender a aplicação de regras nacionais decorrente da transposição de várias diretivas europeias relativas à proteção do consumidor, designadamente, a Diretiva relativa às práticas comerciais desleais²² e a Diretiva relativa às cláusulas abusivas nos contratos celebrados com os consumidores²³. Por outro lado, no *crowdfunding* assiste-se a um significativo processamento de dados, pelo que as normas relativas à proteção de dados são também relevantes²⁴.

¹⁷ Cfr. arts. 2.º e 3.º da DMIF.

¹⁸ Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

¹⁹ Cfr. art. 1.º, n.º 1, e art. 2.º, n.º 1, al. a), da DP.

²⁰ Em França, a plataforma de *equity crowdfunding* WiSeed, entre a sua criação em 2008 e 2012, permitia que as empresas pudessem angariar até 100 000,00 EUR, tirando vantagem da isenção da exigência de prospecto.

²¹ Nos casos em que se aplica a isenção da Secção 2, parágrafo 1, n.º 3, do *Kapitalanlagegesetzbuch*.

²² Diretiva 2005/29/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de maio de 2005, relativa às práticas comerciais desleais das empresas perante os consumidores no mercado interno.

²³ Diretiva 93/13/CEE do Conselho, de 5 de abril de 1993, relativa às cláusulas abusivas nos contratos celebrados com os consumidores.

²⁴ Diretiva 95/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de outubro de 1995, relativa à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento dos dados pessoais e à livre circulação desses dados.

Além dos quadros regulamentares mencionados e sem prejuízo de outros que poderão ter aplicação, várias entidades ligadas à indústria têm seguido um caminho de auto-regulação, aplicando normas de conduta e promovendo determinados princípios e boas práticas para credibilizar a indústria²⁵. Assim, sem necessidade de novas isenções ou de nova regulação, o *crowdfunding* pode atuar como catalisador para a obtenção de capital e para a diminuição significativa dos custos de transação²⁶.

No entanto, apesar da legislação existente, alguns reguladores – tal como o norte-americano e alguns reguladores europeus – entendem que há um vazio legal que carece de ser preenchido, pois são da opinião de que o sistema atual não responde adequadamente aos desafios desta nova indústria.

Por conseguinte, para abordar a carência de financiamento e permitir o desenvolvimento do *crowdfunding*, assegurando que os riscos estão adequadamente mitigados e os investidores protegidos, os Estados-Membros têm vindo a aprovar regulação específica.

V. As tendências regulatórias referentes ao *equity crowdfunding*

A necessidade de regular o *equity crowdfunding* é amplamente reconhecida pelos principais *players* envolvidos²⁷. Nesse contexto, são vários os Estados que têm vindo a adotar legislação específica sobre o tema, sendo que outros já estão ou tencionam preparar tal regulamentação.

A legislação a adotar pode, em abstrato, incidir sobre os três intervenientes envolvidos no *crowdfunding* – a plataforma, o investidor e o beneficiário do investimento.

²⁵ A título de exemplo, a European Crowdfunding Network (ECN) publicou um Código de Conduta, disponível em <<http://eurocrowd.org/about-us/code-of-conduct-2/>>.

²⁶ GABISON, GARRY A., *Understanding crowdfunding and its regulations*, Publications Office of the European Union, 2015; EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document on crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 2016, disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf>.

²⁷ Ver GAJDA, OLIVER, *Review of crowdfunding regulation. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, European Crowdfunding Network, 2014, disponível em <http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/61/fe/61fe40e6-5790-41d0-b181-bb2065bca9a8/ecn_-_review_of_crowdfunding_regulation_2014_3.pdf> e EUROPEAN COMMISSION, CROWDSURFER LTD e ERNEST & YOUNG LLP, *Crowdfunding: mapping EU markets and events study*, 2015, disponível em <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf>.

Todavia, a configuração da regulação tem variado entre os diferentes Estados, sendo que há Estados que impõe mais restrições ao nível dos investidores e outros ao nível das plataformas ou dos beneficiários. Note-se que a escolha do foco de regulação tem efeitos não despididos que podem afetar – e, na prática, afetam – o sucesso ou insucesso da indústria em cada país.

Nos EUA, em 5 de abril de 2012, foi aprovado o *Jumpstart Our Business Startups Act* (conhecido por *JOBS Act*), sendo que só em 30 de outubro de 2015, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) adotou regras específicas sobre *equity crowdfunding* («*Title III – equity crowdfunding*»).

Na Europa, os primeiros passos na regulação do *crowdfunding* foram dados em Itália, através da publicação de um *Decreto Crescita*, em outubro de 2012. No Reino Unido, após uma proposta inicial que gerou grande controvérsia entre a indústria, a *Financial Conduct Authority* (FCA) publicou o *Policy Statement 14/4*, que entrou em vigor no dia 1 de abril de 2014. Já em 1 de outubro de 2014, em França, um país com ligações históricas à indústria de *venture capital*, entrou em vigor a *Ordonnance n.º 2014-559*, de 30 de maio de 2014, relativa ao financiamento colaborativo. Em abril de 2015, o *Bundestag* Alemão aprovou uma lei sobre proteção do pequeno investidor («*Kleinanlegerschutzgesetz*»), que contém regras específicas sobre *crowdfunding*. Uns dias depois, foi a vez de Espanha, através da *Ley 5/2015*, de 27 de abril («*Ley de fomento de la financiación empresarial*»), vir regular o *crowdfunding*.

Em Portugal, foi aprovado o novo regime jurídico aplicável ao financiamento colaborativo, através da Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto (doravante designado de «RJFC»), que veio posteriormente a ser desenvolvido pela Portaria n.º 344/2015, de 12 de outubro. Já em 5 de maio de 2016, foi adotado o Regulamento da CMVM n.º 1/2016 (doravante designado «Regulamento CMVM»), apenas relativo ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo.

Vejamos algumas tendências regulatórias, nomeadamente em França, Itália, Reino Unido e nos EUA e, com maior detalhe, o caso Português. Em particular, abordaremos o que entendemos poderem ser os impactos perniciosos das várias escolhas regulatórias.

(i) A regulação ao nível das plataformas de financiamento

As plataformas de financiamento podem ser reguladas de diferentes formas. A título meramente exemplificativo, podemos ter regulação e con-

trola através de (i) registo prévio junto da autoridade de supervisão nacional e/ou necessidade de licenças; (ii) imposição de requisitos institucionais – incluindo requisitos patrimoniais (capital social); (iii) definição de limitações quanto aos modelos de negócio das plataformas; (iv) obrigação de deveres de *due diligence* e de advertência para riscos.

No Reino Unido, as plataformas carecem de registo junto da autoridade de supervisão nacional, a *Financial Conduct Authority* (FCA)²⁸. No mesmo sentido, o regulador americano exige que as plataformas de *equity crowdfunding* sejam registadas junto da SEC no novo *Form Funding Portal* e se tornem membros da *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA)²⁹. Por outro lado, em França, os gestores das plataformas de *equity crowdfunding* devem obter uma licença de consultores de investimentos de *crowdfunding* («*Conseillers en investissements participatifs*», CIP)³⁰, depois de serem aprovados em determinados testes e avaliações, através do registo junto da ORIAS («*Registre unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance*») e devem ser membros da AMF («*Autorité des Marchés Financiers*»).

Estes requisitos relativos a licenças e registos junto das autoridades de supervisão nacionais impõem custos significativos às plataformas e, bem assim, criam barreiras à entrada e encargos operacionais significativos, o que poderá influenciar o número de plataformas existentes e, em alguma medida, levar à criação de oligopólios. Diríamos que no meio andar a virtude e que a mesma passará por um equilíbrio entre impor requisitos suficientemente simples e não demasiadamente onerosos para que haja saudável concorrência, sem comprometer os requisitos mínimos de proteção para os investidores.

Por outro lado, em Itália³¹, não só as plataformas devem ser registadas junto da autoridade de supervisão nacional – CONSOB («*Commissione Nazionale per le Società la Borsa*») –, como dependem de banco ou sociedade de investimento registada, o que inclui a gestão dos fundos (que vão diretamente da conta do investidor para a conta da *start-up* beneficiária, e não para a conta da plataforma) e das ordens dadas na plataforma. Este último requisito limita, identicamente, as plataformas que queiram entrar no mercado e comporta custos para as plataformas. Todavia, e como contrapartida salutar, reduz (em tese) o risco de fraude e ajudará à credibilização das mesmas.

²⁸ Cfr. FCA's Policy Statement 14/4, de 1 de abril de 2014.

²⁹ Cfr. Jobs Act, Title III – Crowdfunding, de 30 de outubro de 2015.

³⁰ Cfr. Ordonnance n.º 2014-559, de 30 de maio de 2014.

³¹ Cfr. Decreto Crescita bis n.º 221, de 17 de dezembro de 2012 e Regulamento Consob n.º 18592, de 26 de junho de 2013.

Das legislações *supra* mencionadas, apenas no Reino Unido são impostos requisitos mínimos de capital – e tão só às plataformas de *loan crowdfunding*.

Os próprios modelos de negócio das plataformas podem igualmente ser regulados. Por exemplo, o regulador americano impôs que as plataformas empreguem o modelo de «tudo-ou-nada», ou seja, exigindo que a oferta especifique um montante mínimo a angariar e o montante máximo. Tal modelo tem sido apontado como uma boa forma de limitar o número de projetos fraudulentos. Harmonizar ou limitar o modelo de negócio das plataformas pode beneficiar os investidores, uma vez que não precisam de aprender as especificidades de cada plataforma. Por outro, por limitar a liberdade de investimento e de estrutura do mesmo, limita a concorrência entre plataformas, não permitindo a sua diferenciação pela oferta e reduz a margem para inovação e criatividade.

As plataformas podem ter de efetuar *due diligence* aos beneficiários do investimento. A título de exemplo, nos EUA e em Itália, as plataformas têm o ónus de realizar uma *due diligence* mínima (ainda que não estejam definidos os termos das mesmas) para, na medida do possível, assegurar que o beneficiário e/ou o projeto não são fraudulentos.

As plataformas podem ainda ter de avaliar a capacidade dos investidores entenderem os riscos envolvidos. No Reino Unido e em França, as plataformas sujeitam o investidor a um teste de adequação (*appropriateness test* ou *suitability test*), onde este deve atestar que compreende os riscos envolvidos no investimento.

O caso particular de Portugal

RJFC

- De acordo com o RJFC, podem ser titulares de plataformas quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada³².
- A adesão de um beneficiário de financiamento a uma plataforma é realizada por contrato reduzido a escrito e disponível de forma desmaterializada através da plataforma, donde deve constar a identificação das partes, a(s) modalidade(s) de financiamento colaborativo a utilizar, a identificação do projeto, o montante e prazo de angariação e os instrumentos financeiros a utilizar na angariação³³.

³² Cfr. art. 4.º, n.º 1, do RJFC.

³³ Cfr. art. 6.º do RJFC.

- As plataformas de capital ou empréstimo devem ser registadas junto da CMVM e as restantes plataformas devem comunicar previamente o início da sua atividade à Direção Geral do Consumidor³⁴.
- Constituem deveres das plataformas, entre outros³⁵ (i) assegurar aos investidores o acesso a informação relativa aos projetos/empresas; (ii) assegurar o cumprimento da regulação aplicável quanto à prevenção de conflitos de interesses (e.g., proibição dos gestores/trabalhadores da plataforma terem interesses financeiros nas ofertas disponibilizadas através da sua plataforma)³⁶ e de situações de fraude³⁷; (iii) não prestar aconselhamentos ou recomendações quanto aos investimentos; (iv) não compensar os seus dirigentes/trabalhadores pela oferta ou volume de vendas de produtos disponibilizados na plataforma; (v) não gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários.

Em Portugal, o modelo de negócio adotado é um modelo de «tudo-ou-nada»³⁸, pelo que, caso os montantes indicados pelo beneficiário não sejam angariados nos prazos definidos, consideram-se sem efeito os negócios entretanto celebrados, devendo os beneficiários proceder à devolução dos montantes que já tiverem recebido, salvo se a oferta prever expressamente a possibilidade de alteração dos prazos e montantes e esse facto tiver sido previamente comunicado aos investidores.

Regulamento CMVM

- As entidades gestoras das plataformas devem ter capital social não inferior a EUR 50 000,00 ou, em alternativa, contratar seguro profissional de responsabilidade civil adequado à atividade, ou qualquer outra garantia equivalente, que represente uma cobertura de EUR 1 000 000 por sinistro e, globalmente, EUR 1 500 000 para todos os sinistros que ocorram num ano, ou, ainda, uma combinação das alternativas anteriores³⁹.
- Para efeitos de registo, devem disponibilizar determinada informação à CMVM, incluindo, entre outra, a identificação dos titulares do capital da entidade gestora da plataforma, documentos de prestação

³⁴ Cfr. arts. 15.º, n.º 1, e 12.º, n.º 1, do RJFC.

³⁵ Cfr. art. 5.º do RJFC.

³⁶ Cfr. art. 11.º do RJFC.

³⁷ Cfr. art. 16.º do RJFC.

³⁸ Cfr. art. 9.º, n.º 1, do RJFC.

³⁹ Cfr. art. 2.º, n.º 1, do Regulamento CMVM.

de contas, descrição do modelo de negócio, indicação se reveste ou não a natureza de intermediário financeiro⁴⁰.

- As plataformas devem adotar e manter disponível para consulta na plataforma, políticas e procedimentos escritos adequados e eficazes⁴¹.
- As plataformas devem ainda assegurar a idoneidade dos membros do órgão de administração ou gestão da plataforma e, bem assim, dos titulares e das pessoas singulares que exercem o domínio sobre as entidades gestoras ou que nelas detenham participações qualificadas⁴².
- Relativamente aos investidores, as plataformas devem disponibilizar, na plataforma, toda a informação relevante para a tomada de decisão de investimento⁴³.

(ii) A regulação ao nível do investidor

Tal como definido anteriormente, através do *crowdfunding* é possível obter quantias de dimensão variável através de uma grande quantidade de pessoas. Qualquer pesquisa rápida em algum motor de busca na *internet* devolverá várias campanhas de *crowdfunding* com montantes angariados na ordem das dezenas de milhões de dólares⁴⁴. Todavia, as legislações têm, por vezes, limitado quem pode investir e o montante máximo a investir. Esta decisão tem, necessariamente, impacto na quantidade de fundos disponíveis mas, acima de tudo, veicula uma ideia errónea e nefasta de que o *crowdfunding* é uma solução de último recurso para quem não consegue capital através das formas chamadas tradicionais.

As legislações atuais têm limitado o investidor abordando, de forma distinta, as seguintes questões: Quem pode investir? Quanto pode um investidor despende no total? Quanto pode um investidor empregar por oferta? Com que frequência se pode investir?

Com efeito, em França não há quaisquer limites relativamente a quem pode investir, ao número de investidores, nem quanto ao montante que pode ser investido.

⁴⁰ Cfr. art. 4.º do Regulamento CMVM.

⁴¹ Cfr. arts. 10.º e 11.º do Regulamento CMVM.

⁴² Cfr. arts. 4.º, al. c), e 9.º do Regulamento CMVM.

⁴³ Cfr. art. 13.º do Regulamento CMVM.

⁴⁴ Ver, em particular, a informação disponível em <<https://www.entrepreneur.com/article/235313>>.

Diversamente, em Itália é imposta a realização de um «teste de adequação», salvo nos casos em que (i) pessoas singulares invistam até EUR 500 por oferta e EUR 1 000 no total das ofertas e (ii) pessoas coletivas invistam até EUR 5 000 por oferta e EUR 10 000 no total das ofertas.

Note-se que a regulação italiana exige, antes de uma oferta ser executada e processada que, pelo menos, 5% do capital social seja subscrito por um investidor profissional. O regulador italiano entendeu confiar no conhecimento e experiência dos investidores profissionais, de modo a proteger os investidores não profissionais. Baseado na assunção de que investidores profissionais estão melhor preparados para filtrar os maus projetos, o legislador italiano impôs este exercício adicional de «*due diligence*» ao beneficiário.

Tal imposição levou a que o *crowdfunding* em Itália seja utilizado como um substituto do «*early stage*» ou «*seed venture capital*» e que o *crowdfunding* acabe por financiar essencialmente o mesmo tipo de projetos que teriam sido financiados por via de *business angels* ou fundos de *venture capital*.

No Reino Unido, o legislador optou por limitar a qualidade do investidor e o montante que pode ser investido. Assim, as plataformas só poderão aceitar investimentos de investidores certificados, investidores sofisticados, investidores com elevado património líquido, investidores que confirmem que receberam conselhos de investimento e, por fim, investidores que atestem que não investirão mais de 10% do seu rendimento líquido («*net investible portfolio*») durante um período de 12 meses. Dito de outro modo, qualquer investidor de retalho poderá investir até 10% do seu património líquido, desde que ateste que não ultrapassa tal limite, e os investidores profissionais não estão limitados.

Note-se, todavia, que os investidores profissionais já investem por definição. Por conseguinte, limitar o *crowdfunding* a estes investidores tradicionais poderá ter o efeito de permitir que estes investidores invistam a menores custos. Não significa, contudo, que o montante de fundos obtidos através de *crowdfunding* aumente e/ou, conseqüentemente, aumente o número de projetos financiados. Por outro lado, estes limites dificultam a democratização do acesso a oportunidades de investimento, podendo desvirtuar a natureza deste mecanismo alternativo de financiamento, uma vez que tira a «*crowd*» do *crowdfunding*!

Por outro lado, o legislador americano optou por limitar o montante passível de ser investido e a frequência do investimento. Assim, todos os indivíduos, independentemente da sua qualidade, podem investir até um certo limite, a saber: (i) os investidores individuais que auferam menos de USD 100 000 durante um período de 12 meses, podem investir até USD 2 000 ou 5% do seu rendimento anual; (ii) os investidores indi-

viduais que aufram mais de USD 100 000 durante um período de 12 meses, podem investir até 10% do seu rendimento anual. Estes limites deixam de ter relevância quando estamos perante um investidor que aufra mais de USD 200 000, uma vez que este é o limite mínimo para ser «*accredited investor*» e, assim, não estar sujeito aos limites mencionados.

Veja-se que ao impor certos limites («*cap*») ao investimento (*e.g.*, 10% no Reino Unido e 5% ou 10% nos EUA) a regulação tem ainda o efeito de forçar os investidores a diversificar os seus investimentos e, assim, a diminuir o efeito negativo próprio de um investimento fracassado ou fraudulento.

Por fim, note-se que a presente regulação em França, no Reino Unido, em Itália e nos EUA não limita expressamente o valor máximo investido num só projeto ou empresa. Sucede que a imposição deste tipo de limites tem a vantagem de limitar o impacto negativo que um investidor pode sofrer e, bem assim, de forçar a diversificação do investimento. Por outro lado, limita a liberdade de escolha do investidor e diminui o potencial de rentabilidade de uma escolha de sucesso.

O caso particular de Portugal

RJFC

- De acordo com a legislação nacional, podem investir em plataformas de *crowdfunding* quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras.
- Todavia, a legislação portuguesa, em linha do que se fez noutras jurisdições, veio impor limites ao investimento – apenas no âmbito do financiamento por capital ou empréstimo –, que veio a ser definido pela CMVM. Note-se que o limite máximo é escolhido em função do rendimento anual dos investidores, relativamente a cada oferta e em relação ao total de ofertas subscritas⁴⁵. Para efeitos de cumprimento dos limites ao investimento, o investidor deve declarar, no ato de subscrição, qual o montante global já investido, bem como o seu escalão de rendimento⁴⁶.
- Os investidores devem declarar, no ato de subscrição, que compreendem as condições do negócio (*e.g.*, quanto ao risco associado ao

⁴⁵ Cfr. art. 20.º, n.ºs 1 e 2, do RJFC.

⁴⁶ Cfr. art. 20.º, n.º 3, do RJFC.

investimento e as relações que estabelecem com a plataforma e os beneficiários do investimento)⁴⁷.

Regulamento CMVM

- Em cumprimento do definido na Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, a CMVM definiu os limites ao investimento⁴⁸. Assim, um investidor pode despende até EUR 3 000 por oferta e EUR 10 000 no total dos seus investimentos. Contudo, os limites anteriores não são aplicáveis (i) às pessoas coletivas, (ii) às pessoas singulares que tenham um rendimento anual igual ou superior a EUR 70 000 e (iii) aos investidores qualificados nos termos do Código dos Valores Mobiliários⁴⁹.
- Com vista a assegurar o cumprimento do limite previsto no ponto (ii) acima, os investidores devem indicar o montante global já investido em ofertas em plataformas de *crowdfunding*⁵⁰.

(iii) A regulação ao nível do beneficiário do investimento

As legislações atuais têm tido diferentes abordagens relativamente à regulação dos beneficiários do investimento, respondendo distintamente às seguintes questões: Que tipo de empresas pode beneficiar de investimento através do *crowdfunding*? Que montante pode obter através do *crowdfunding*? Com que frequência? A que deveres estão sujeitos os beneficiários do investimento?

A regulação italiana restringe a qualidade do beneficiário, uma vez que apenas empresas que sejam enquadráveis nos critérios definidos podem recorrer ao *equity crowdfunding*. Com efeito, para se qualificar é necessário que a *start-up* não tenha mais de 48 meses, tenha um volume de vendas que não exceda os EUR 5 000 000, e tenha por objetivo desenvolver, produzir e vender produtos inovadores e serviços com um elevado valor tecnológico, e investir um montante mínimo em investigação e desenvolvimento. Por outro lado, a regulação italiana limita ainda o montante máximo possível de angariação em EUR 5 000 000, num período de 12 meses, tal como no Reino Unido, evitando, assim, a sujeição à obrigação de publicação de prospeto.

⁴⁷ Cfr. art. 8.º do RJFC.

⁴⁸ Cfr. art. 20.º do RJFC e art. 12.º do Regulamento CMVM.

⁴⁹ Cfr. art. 12.º, n.º 2, do Regulamento CMVM.

⁵⁰ Cfr. art. 12.º, n.º 3, do Regulamento CMVM.

O legislador francês foi mais castrador, traçando o limite máximo de angariação por oferta em EUR 1 000 000 em cada 12 meses.

Nos EUA, até outubro de 2015 (data em que foi adotado o *Title III* do *JOBS Act*), dependendo do montante angariado, o beneficiário do investimento era obrigado a satisfazer diferentes requisitos (*e.g.*, «*disclosure*») o que implicava uma estrutura de custos pesada. Após a entrada em vigor da nova regulação, o limite máximo de angariação por oferta é de USD 1 000 000 por projeto, num período de 12 meses. Ainda assim, os beneficiários dos fundos estão sujeitos a divulgar certas informações aos potenciais investidores, através das plataformas, incluindo entre outras: (i) o preço de cada oferta ou o método de determinar o preço da oferta, o montante total da oferta, o prazo para angariar esse montante e se o beneficiário irá aceitar investimentos em excesso face ao montante esperado; (ii) uma explicação sobre a situação financeira da empresa beneficiária; (iii) as demonstrações financeiras da empresa beneficiária; (iv) uma descrição sobre as características do negócio e do uso das receitas angariadas através da operação; (v) informação sobre os administradores e diretores, assim como sobre os titulares de participações iguais ou superiores a 20% do capital social; (vi) devem ainda elaborar um relatório anual a fornecer aos investidores.

Note-se que os limites quanto ao montante máximo de angariação compreendem todos os tipos de *crowdfunding*, o que é geralmente aceite em todas as legislações.

O caso particular de Portugal

RJFC

- Quaisquer pessoas, singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras, podem beneficiar do acesso ao capital através do *crowdfunding*⁵¹, ficando sujeitas a diversos deveres de informação à plataforma, nomeadamente, sobre a oferta e as suas condições financeiras⁵². A informação prestada deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita⁵³.
- Também aqui o legislador português impôs limites às ofertas. Com efeito, no âmbito do financiamento por doação ou recompensa, cada

⁵¹ Cfr. art. 7.º, n.º 1, do RJFC.

⁵² Cfr. art. 7.º, n.º 2, do RJFC.

⁵³ Cfr. arts. 16.º e 17.º do RJFC.

oferta está sujeita a um limite máximo de angariação que não pode exceder 10 vezes o valor global da atividade a financiar⁵⁴. Por sua vez, no domínio do financiamento por capital ou empréstimo, cada oferta está sujeita a um limite máximo, a definir por regulamento da CMVM⁵⁵.

Regulamento CMVM

- Os beneficiários do investimento prestam à plataforma, para disponibilização aos investidores, em momento prévio e em relação a cada oferta, um documento contendo as «informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo» (IFIFC)⁵⁶.
- O limite máximo de angariação por oferta é de EUR 1 000 000 , num período de 12 meses, salvo se subscritas em exclusivo, por investidores que sejam pessoas coletivas ou pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a EUR 70 000, caso em que o limite é de EUR 5 000 000⁵⁷.

(iv) Outros aspetos regulatórios

Os legisladores nacionais têm também regulado outros aspetos atinentes ao *equity crowdfunding* e aos seus instrumentos.

A título de exemplo, alguns legisladores têm imposto limites no que ao tipo de valores mobiliários diz respeito. Com efeito, em Itália, é proibida a emissão de títulos de dívida, dívida subordinada e instrumentos híbridos que não representem capital social. A regulação imposta pelo JOBS Act permite a emissão de dívida, mas proíbe que a mesma seja negociável por um período de 12 meses.

Para proteger os investidores mais suscetíveis ou propensos à fraude, os legisladores britânico e norte americano limitaram a publicidade e as campanhas de promoção (*e.g.*, inclui a proibição de usar os *media* para promover as ofertas).

⁵⁴ Cfr. art. 13.º do RJFC.

⁵⁵ Cfr. art. 18.º do RJFC.

⁵⁶ Cfr. art. 16.º e 17.º do Regulamento CMVM.

⁵⁷ Cfr. art. 19.º do Regulamento CMVM.

VI. Os problemas por resolver e os novos desafios

O *equity crowdfunding* não está, como qualquer «revolução», isento de riscos e, até, críticas. Com efeito, são vários os riscos apontados a este tipo de modalidade. Desde logo, o facto de estar sujeito à falibilidade das *start-ups* permite antever o risco da perda da totalidade do investimento.

Em segundo lugar, as *start-ups*, regra geral, não distribuem dividendos pois todo o capital é normalmente reinvestido para desenvolvimento do negócio. Nesse contexto, é difícil para um investidor prever quando receberá, se é que receberá, dividendos da empresa em que investiu. Esta realidade é do conhecimento dos investidores qualificados (como *business angels* e fundos de *venture capital*) mas talvez não seja do comum investidor de retalho.

Acresce que o investidor, uma vez adquirida a participação social através de *equity crowdfunding*, não tem oportunidade de a vender quando entender. Com efeito, a ausência de mercado secundário, ou seja, a falta de liquidez das participações de capital (por os beneficiários não serem cotados em bolsa) é, talvez, o maior problema do *equity crowdfunding*.

Por outro lado, a ausência de uma regulação pan-europeia ou, pelo menos, a falta de harmonia entre as legislações europeias, tem constituído uma barreira ao desenvolvimento desta indústria.

Vejamos alguns destes aspetos com mais detalhe.

A ausência de um mercado secundário

Os problemas de liquidez têm sido apontados como uma das grandes preocupações para os investidores e os beneficiários de *equity crowdfunding*.

Tipicamente, o ciclo de vida de uma *start-up*, do ponto de vista do investidor, apenas envolve um retorno do seu investimento com a venda privada da empresa ou através de uma cotação em bolsa (na gíria, IPO). Antes de tal evento, não haverá recuperação do investimento e retorno. Assim, com a emergência de um mercado secundário («*venture exchanges*»), as empresas e os investidores terão uma terceira via. Poderão manter-se privadas e, ainda assim, permitir que os investidores tenham uma oportunidade regulada de liquidez/saída (*liquidity event* ou *exit*).

Este mercado secundário pode, em abstrato, surgir através de, pelo menos, duas formas distintas: (i) bolsa de valores e (ii) plataformas de *crowdfunding*.

Com efeito, as bolsas de valores poderão estabelecer mercados de capital privados próprios. A título de exemplo, no Canadá, a TMX lançou o seu próprio mercado de capitais privados – *TSX Private Markets*⁵⁸.

⁵⁸ Disponível em <<https://tsxprivatemarkets.com/about>>.

Em alternativa, algumas plataformas de *crowdfunding* têm vindo a criar o seu próprio mercado secundário, permitindo que os investidores que a utilizem obtenham a aclamada liquidez. Veja-se, por exemplo, a plataforma americana CircleUP, que permite que os investidores, ao fim de 12 meses, possam vender a sua participação.⁵⁹

A falta de harmonia das legislações dos Estados Membros e a ausência de uma legislação pan-europeia

Apesar dos recentes esforços dos Estados Membros relativos à regulação do *crowdfunding*, as diferenças entre os Estados Membros são notórias.

As diferentes perspetivas entre os Estados Membros quanto ao *crowdfunding* têm sido um obstáculo para um desenvolvimento ainda mais significativo da indústria e para que esta ganhe massa crítica.

Com efeito, o *equity crowdfunding* é uma modalidade que necessita de escala, pelo que a expansão geográfica é vital para obter sucesso. Não só é benéfico que as plataformas estejam presentes em vários países, o que incentiva o lançamento de novas plataformas e fomenta a concorrência (favorecendo os utilizadores envolvidos), como as empresas certamente beneficiarão de capital estrangeiro, em particular quando determinadas economias menos pujantes, com ausência de liquidez, ainda assim tenham interessantes projetos e uma cultura empreendedora.

Por outro lado, a desarmonia regulatória cria problemas de difícil resolução. Desde logo, imagine-se que uma empresa inglesa pretende recorrer a um investidor francês de *equity crowdfunding* através de uma plataforma italiana – qual o montante máximo que pode angariar? O aplicável no Reino Unido, em França ou em Itália? É certo que este não é um problema específico do *crowdfunding*, mas sim característico da complexidade inerente a um mercado europeu fragmentado, onde cada Estado Membro mantém certas competências sobre o direito da União. No entanto, e a exemplo do sucedido com a DMIF ou com serviços de pagamento, a harmonização das legislações entre os Estados Membros é vital para um desenvolvimento saudável e sustentável da indústria, tornando-a mais competitiva perante outros mercados de *crowdfunding* existentes (*e.g.*, norte americano) ou emergentes⁶⁰. A própria Comissão Europeia tem vindo a reconhecer a necessidade de regular ao nível europeu, ainda que,

⁵⁹ Disponível em <<https://circleup.com/>>.

⁶⁰ O Governo da República Popular da China anunciou recentemente a sua intenção de desenvolver regulação relativa ao *crowdfunding*, permitindo agora aos investidores não profissionais tirar vantagem do *equity crowdfunding*, internamente.

até à data, se tenha bastado a propor medidas com o intuito de promover, chamar à atenção e fomentar confiança no *crowdfunding*⁶¹.

A relação entre o *crowdfunding* e os métodos tradicionais de financiamento

Tal como vimos anteriormente, os métodos tradicionais de financiamento nem sempre são uma opção para as *start-ups*. Com efeito, o capital necessário para o exercício da atividade destas empresas é, comumente, o mais difícil de obter.

Para os *business angels* e fundos de *venture capital*, o montante necessário para que estas empresas comecem a desenvolver o seu produto, fazer contratações estratégicas ou tomar qualquer outra medida antes de procurar obter montantes mais elevados de capital, é considerado, por vezes, muito reduzido. Por conseguinte, poderá dizer-se que estas indústrias não concorrem diretamente com o *crowdfunding* que, assim, veio preencher um vazio no financiamento de empresas.

Note-se, todavia, que os montantes angariados através de *crowdfunding* provêm, não poucas vezes, de *business angels* e fundos de *venture capital* que, assim, têm intervindo na indústria do *crowdfunding*. Com efeito, estes investidores profissionais acabam por fazer investimentos em empresas através das plataformas de *crowdfunding*, reduzindo os custos de transação.

Mas existem, pelo menos, duas grandes diferenças. Por um lado, com a entrada de capital de risco, os sócios das empresas perdem, em regra, o domínio absoluto sobre matérias estratégicas – o que é menos vulgar em *equity crowdfunding* –, por outro, as plataformas de *crowdfunding* podem ajudar a alcançar escala, o que é menos expectável nos métodos tradicionais de financiamento.

Talvez por estas razões, as expectativas na indústria para o presente ano sejam de que os montantes angariados através de *crowdfunding* ultrapassem os movimentados na indústria de *venture capital*. Perante este contexto, pergunta-se como tem reagido a indústria de *business angels* e fundos de *venture capital* ao *equity crowdfunding*? A resposta não é óbvia e teremos de aguardar para ser possível observar tendências nesta indústria.

⁶¹ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, COM/2014/0172 final, *Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*; ESMA, *Investment-based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 2014, disponível em <https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf?download=1>.