



***CROWDFUNDING E CROWDINVESTMENT:
O REGRESSO AO FUTURO?***

Luís Guilherme Catarino

www.cedipre.fd.uc.pt

 [/fduc.cedipre](https://www.facebook.com/fduc.cedipre)

***CROWDFUNDING E CROWDINVESTMENT:
O REGRESSO AO FUTURO?***

Luís Guilherme Catarino



TÍTULO	<i>Crowdfunding e crowdfinvestment: o Regresso ao Futuro?</i>
AUTOR(ES)	Luís Guilherme Catarino
IMAGEM DA CAPA	Coimbra Editora
COMPOSIÇÃO GRÁFICA	Ana Paula Silva
EDIÇÃO	CEDIPRE Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra 3004-528 COIMBRA PORTUGAL Tel.: +351 239 836 309 E-mail: cedipre@fd.uc.pt
PARA CITAR ESTE ESTUDO	<i>Crowdfunding e crowdfinvestment: o Regresso ao Futuro?</i> Publicações CEDIPRE Online - 32, http://www.cedipre.fd.uc.pt , Coimbra, março de 2017

COIMBRA
MARÇO | 2017

O CROWDFUNDING E CROWDINVESTMENT: O REGRESSO AO FUTURO?

Luís Guilherme Cataribo

Sumário: *O presente artigo introduz-nos à atividade de financiamento coletivo conhecido por crowdfunding, uma inovação incluída no denominado “FinTech” e que na área financeira traduz vantagens inegáveis de crescimento económico e de emprego. Pretende salientar as alterações relevantes que implica na regulação do Mercado de Capitais, como a conhecemos: i) permite a pequenas e médias empresas e sobretudo às denominadas start-ups que, utilizando exclusivamente a internet, obtenham financiamentos modestos com custos reduzidos, através da desintermediação financeira; ii) permite igualmente a democratização do mercado primário, afastando a “reserva de mercado” sobre as empresas inovadoras e com grande potencial de crescimento, detida pelos investidores profissionais ou qualificados, sobretudo os business angels. Após uma breve resenha das soluções legais adotadas por diversos Estados para regular esta atividade, e analisada a legislação nacional, apontaremos soluções necessárias a uma revisão legislativa urgente. Urgente porque uma boa regulação desta atividade demonstrou ser um excelente fator de crescimento, não podendo ser ela própria uma falha de mercado.*

Introdução

O tema do denominado financiamento coletivo ou colaborativo (de ora em diante também designado de *crowdfunding*), é apenas um exemplo de como a inovação financeira nasce no mercado antes das decisões económicas dos Estados. A possibilidade de lançar *worldwide* (pela *internet*) uma proposta contratual, dirigida ao público em geral, para que livremente disponha de parte do seu aforro em prol de um

projeto, de uma atividade, de uma empresa, ou da produção de um protótipo, vem ao arrembido do atual paradigma da intervenção pública necessária, conformadora das *open calls* para proteção do público investidor. Contraria igualmente tendências recentes: i) de recentralização e reorganização de alguns mercados (vg de instrumentos financeiros); ii) de reforço da exclusividade de empresas para o exercício de atividades profissionais no mercado de capitais; iii) da reintervenção e reregulação pelos Governos, que em tempos de crise fez esquecer existir uma administração independente.

Desde a década de sessenta na Europa que, de forma mimética com as correntes reguladoras recebidas dos EUA desde os anos 30, a proteção dos investidores em mercados de capitais e a intervenção para salvaguarda de uma sã concorrência perante as tradicionais falhas de mercado, têm sido o mote para a intervenção pública reguladora. São inúmeras as crises e os “casos” que têm envolvido o mercado de capitais e que ameaçam a sua sobrevivência — e muitas decorrentes da “criatividade e da inovação”. É tradicional citar o *crash* bolsista de 1929 nos EUA, no âmbito da Grande Depressão, e a posterior regulação de 1933 (*Securities Act*) e de 1934 (*Securities Exchange Act*) e a criação da *independent regulatory agency* — a *Securities and Exchange Commission* (SEC) — como o protótipo de uma boa regulação financeira e da melhor administração pública de então — a independente. Esta intervenção pública nos mercados foi também uma seqüela do confronto entre o Presidente “progressista” Theodore Roosevelt com titãs como JPMorgan ou Rockefeller, face aos monopólios e práticas (muito) desleais tomadas em mercados como da exploração do petróleo, do aço, dos caminhos-de-ferro e da banca. Daí já nascera uma forte regulação da concorrência, com aprovação de leis anti-trust e a criação do primeiro regulador independente — a *Interstate Commerce Commission* (ICC) e mais tarde a *Federal Trade Commission* (FTC). Estas pláticas públicas assumidas na concorrência seriam seguidas nos mercados financeiros mas também no mercado bancário — ao *Bank of the United States* seguir-se-ia o *Federal Reserve System*. Tais práticas e políticas públicas seriam seguidas pela Comunidade Económica Europeia após a II Grande Guerra.

A regulamentação financeira criada no início dos anos trinta visou proteger o público de práticas fraudulentas e de verdadeiras indústrias de *insider trading* num mercado financeiro liberal, desregulado, onde imperavam empresas que procuravam, muitas vezes de forma fraudulenta, obter fundos para as suas atividades ou projetos. A angariação de investimento pelo público passou a estar sujeita à disponibilização pelo beneficiário (emissor ou entidade financiada) de vasta informação: sobre a empresa, sobre os valores a emitir, sobre a sua atividade. Pretendeu-se assim diminuir o *gap* informativo que existe entre uma empresa e os investidores, através da sua suficiência e qualidade — objetividade, atualidade, veracidade e legalidade. Ao mesmo tempo, o próprio regulador pretendeu obter informação que não teria de outro modo, através de atos de licenciamento, de autorização e de aprovação (um meio de supervisão *a priori* que pretendia diminuir o *information gap* sempre existente, preparando a supervisão *a posteriori*), e uma relação de responsabilidade pública e privada com todos os intervenientes na oferta. Não pretendeu uma análise do mérito da operação (*merit*

regulation) mas uma disponibilização da informação que permitisse fundar cada decisão individual (*caveat emptor approach*).

Esta *regulation by information*, baseada no princípio de *full disclosure* de informação e responsabilidade, tem resistido aos (constantemente) ciclos de desregulação e de posterior regulação financeira. O séc. XIX fora caracterizado pela desregulação e pelo *laissez faire* dos mercados de capitais num âmbito de globalização comercial crescente que alimentou a Revolução Industrial. Mas muitas outras formas de globalização comercial antecederam o “ciclo dos Impérios” económicos e políticos acompanhadas de escândalos e fraudes que afetaram o público (e mesmo Nações inteiras), o que determinaria intervenções públicas reativas e prescritivas (*hard*). A forte intervenção pública que se seguiu à II Grande Guerra (em parte decorrente do forte intervencionismo público de cariz socialista e Keynesiano, e em parte destinada a minorar o impacto internacional decorrente do fim de uma Era baseada na segurança de taxas de câmbio baseadas no padrão ouro e ouro/dólar), duraria até aos alvares dos anos oitenta. As teorias dos “Chicago boys” (relembremos que alicerçaram o projeto de União Monetária europeia), seria seguida por políticas económicas seduzidas pelas teorias monetaristas. A apologia do regresso à autorregulação, à desregulação dos mercados, à intervenção pública mínima com privatização dos sectores económicos fundamentais (e da atividade da administração pública), denominado de *neoliberalismo*, não contiveram uma sucessão de crises financeiras e sociais que culminaram na Grande Crise iniciada em 4 de Agosto de 2007 nos EUA. Isto, apesar das muitas e fortes reações regulatórias que foram sucedendo no dealbar do séc. XXI (relembremos o exigente *Sarbanes-Oxley Act*, a criação do *Public Company Accounting Oversight Board*, ou o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), e do constante acréscimo de poderes dados aos reguladores financeiros (também na União Europeia se passou, no âmbito bancário e financeiro da mera *cooperação interadministrativa* à legislação multinível (*single rule book*) e à centralização administrativa).

Com o aparecimento do financiamento colaborativo ou *crowdfunding* encontramos-nos a discutir (uma vez mais) uma inovação financeira e 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 agora feito exclusivamente por meios informáticos — através de “Plataformas” que utilizam a *internet* —, visa angariar pequenas quantias — individualmente consideradas —, e os projetos a que se destina são inovadores e de maior risco — por isso de difícil financiamento pelos meios tradicionais, sobretudo no seu arranque. A discussão sobre a regulação desta atividade coloca-se com denodo quando o empreendedor ou beneficiário promete ao público um retorno e/ou atribui como contrapartida do financiamento instrumentos financeiros. A atual discussão assenta num paradoxo porque sendo estas ofertas públicas de subscrição ou venda de instrumentos financeiros uma atividade financeira típica e profusamente regulada, pelo menos desde 1933, a aceitação ho-

dierna do *crowdfunding* de investimento convoca simultaneamente argumentos de *desregulação* e *desintermediação* (em prol do crescimento económico), e de diferente *reregulação* (em prol da proteção da economia em geral).

1 . Crowdfunding; a aceitação de um paradoxo.

Nascido e aceite sobretudo para fomento de projetos artísticos e sociais, a ideia de financiamento coletivo ou colaborativo “ganhou asas” sobretudo desde 2010. Tais iniciativas visavam usualmente pequenos projetos, desenvolvidos por grupos de amigos, de familiares ou conhecidos. Nos casos em que 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 denominados *business angels* ou ao capital de risco).

A atividade de financiamento coletivo, colaborativo ou de *crowdfunding* iniciou-se assim como meio de subsídio de projetos emocionais ou de relação familiar, de amizade, de identificação social, económica, política, cultural e artística. Tem também na sua génese uma procura de reconhecimento quer pelos beneficiários quer pelos financiadores, e só recentemente se foi tornando importante uma expectativa pelo público de retorno do investimento. Esta expectativa não se encontrava totalmente arredada, por exemplo, no que denominaremos de financiamento com recompensa, dada a possibilidade de constituir o “pré-pagamento” de um bem ou serviço a prestar mais tarde pelo empreendedor ou beneficiário. Mas não era a *causa* do negócio nem era condição essencial.

O sucesso da atividade decorre em grande parte de assentar em inovações inerentes à Era da eletrónica e do Mundo digital em que vivemos, pois permite o acesso de pequenos investidores e de pequenos empreendedores a mercados cada vez mais vastos. A *internet* é um mercado que crescerá desmesuradamente nas próximas gerações, facultando o acesso a imensos bens e serviços — embora aumentando o risco de fraude e de perda do investimento. A criação das novas formas de comunicação social, individual e global, eletrónica e digital, e de novas formas de interação através de redes de informação, criaram novas formas de organização social. A globalização e o fim das fronteiras acarretam um cosmopolitismo assente em grupos de interesse e de comunicação individual total (*peer-to-peer*). A conexão entre o público encontra-se hoje assente numa diferente Plataforma de livre acesso, livre participação e livre associação.

Este admirável Mundo novo conjugou-se com o desacreditar de instituições e atores tradicionais, perante crises económicas, financeiras, sociais e morais sucessivas (incluindo as instituições políticas tradicionais). O impacto brutal da corrente crise bancária e financeira, sobre as famílias e as empresas e o seu futuro apartou o subsistema financeiro do sistema económico e da sociedade em geral, numa espécie de autismo recíproco. O público sabe que nem as “modernas” medidas, ditas de contenção, como o apregoado *bail in*, contêm o *spillover* negativo ou os danos colaterais. Também não pode existir inovação e desenvolvimento quando um subsistema social fun-

damental da sociedade se assume como um *clube* opaco aos olhos do público, assumindo tranquila e publicamente o fenómeno, sempre combatido pelos teóricos da regulação, de *revolving door* entre políticos, reguladores e indústria; menos ainda quando demanda dos outros subsistemas sociais recursos para cobrir as suas imperfeições ou negligência. A participação dos *players* tradicionais no turbilhão que afeta atualmente as grandes economias do Mundo vai de par com fortes dúvidas sobre a sua capacidade para a resolução de problemas económicos e sociais estruturais globais — o que impeliu a sociedade civil para o individualismo e o pequeno empreendedorismo.

O fenómeno do *crowdfunding* é uma refração de todo este ambiente e traduz um novo regresso ao “small is beautiful”. A renovação tecnológica a que se assiste diariamente e o apelo à inovação e ao empreendedorismo individual alicerça-se na assunção de que empresas e atividades inovadoras e o desempenho de pequenas e médias empresas (PME) permitirão ultrapassar fenómenos de desemprego estrutural, apoiar a educação superior, fazer crescer a economia com a vantagem da menor dependência da banca. A angariação pública de pequenas quantias monetárias para financiar *start-ups* e para o lançamento de projetos e protótipos nas áreas das energias renováveis, do ambiente, da biomédica, da inteligência artificial — que poderão, ou não, potenciar lucros —, não se coaduna com um ambiente regulatório pensado para ofertas públicas de grandes emissões de instrumentos financeiros por grandes empresas. A regulação financeira tradicional foi-se adaptando à criação de políticas de “campeões nacionais” e aos fenómenos de concentração massiva (“mergermania”) para formar os “campeões globais”. O *level playing field* segue padrões pouco acessíveis a pequenos *players* e pequenas economias, e foi modelado por fortes medidas de reforço de garantias e de solvabilidade para fazer face à igualmente crescente dimensão das potenciais crises (paradoxalmente, muitas das medidas são contra cíclicas e potenciam o risco sistémico precisamente quando se pretende combater o princípio de *too big to fail...*).

Estas regras não se coadunam com a revolução tecnológica que estamos a viver e que, não tendo retorno, abrangem o subsistema bancário e financeiro. A Revolução é feita pelas atuais gerações que ultrapassam em muito o *baby boom* decorrente do fim da II Grande Guerra A denominada *millenium generation*, onde se inclui a faixa etária dos 18 aos 37 anos, ultrapassa os 86 milhões de indivíduos e encontra-se na linha da frente da economia. E só 28% dos investidores em *crowdfunding* têm idade igual ou superior a 50 anos. Constitui por isso um vasto mercado potenciado pela comunicação fácil em todo o Mundo, por via da *internet*. Esta geração representa igualmente um movimento económico e social que inova, que não se conforma, que questiona a desigualdade e a iniquidade e as suas consequências económicas, e procura meios de as afastar e ultrapassar — individualmente. Utilizam as novas formas de comunicação inerentes aos modernos sistemas sociais, obrigando a repensar as tradicionais formas de intermediação e de empreendedorismo.

Não esqueçamos que o sistema financeiro traduz apenas (mais) uma forma de organização social: um subsistema, dentro da Sociedade, com características muito

específicas e que apenas é permeável a outros subsistemas e a outros grupos sociais, enquanto *providers* de fundos reembolsáveis. Como tal, é uma forma de organização igualmente dependente da intermediação entre subsistemas que são à partida desconexos. Existe por isso nesta actividade um intermediário, que se pode traduz numa Plataforma eletrónica, mas que tem uma função fundamental de coordenação e de permuta entre grupos com diferentes interesses. A especificidade das novas tecnologias e da nova economia, impulsionada pela atual (e profunda) desconfiança nos intermediários tradicionais, não deixa de reconhecer a sua essencialidade como “agente de contacto”. E a regulação do financiamento coletivo assenta, como veremos, no seu desempenho.

É neste cadinho de subsistemas sociais que novas formas de encontro entre a oferta e a procura afrontam o papel dos intermediários tradicionais ou as formas tradicionais de mercado. Perante os novos meios de comunicação e de interação social enfrentamos o impacto sobre os modelos financeiros tradicionais. Qual o resultado: ajustamento ou exclusão?

2. O que é o financiamento colaborativo ou de *Crowdfunding*?

Internacionalmente conhecido como *crowdfunding*, o financiamento colaborativo ou coletivo traduz-se na formulação de propostas dirigidas ao público, tipicamente através de instrumentos informáticos e pela *internet* — instrumentos 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.

Distinguem-se nesta atividade várias formas e modalidades de angariação de fundos, consoante o seu objeto e o retorno. O financiamento pode ser obtido mediante donativos ou doações (usualmente gratuitas mas que podem ter uma contrapartida); de empréstimos (dados empíricos mostram que a generalidade dos mútuos celebrados neste âmbito são onerosos); de entradas no capital estatutário de uma empresa (com emissão, alienação ou aquisição de valores mobiliários). O financiamento pode ter *retorno* através de produtos, de serviços, de rendimentos ou de outros benefícios específicos.

A atividade não é nova. É aliás muito referido por Autores norte-americanos o facto de já no século XIX o pedestal da estátua da Liberdade em Nova Iorque ter sido objeto de uma atividade de *crowdfunding* lançada pelo jornalista e magnata da imprensa Joseph Pulitzer, entre os nova-iorquinos, com a contrapartida da inscrição das doações nas páginas de um jornal — o “World” — e entrega de uma pequena réplica — após a sua construção. O mesmo sucedeu em Portugal após a morte de um primeiro-ministro português na queda de uma aeronave em Camarate, no dia 4 de Dezembro de 1980. O jornal “O Dia” lançou um projeto de *crowdfunding* nos mesmos moldes para a construção de uma estátua que seria levantada na Praça do Areeiro, em Lisboa — hoje denominada de Praça Francisco Sá Carneiro. Muitos outros exemplos poderiam ser dados na atualidade, para uma forma de financiamento coletivo que se encontra na convergência entre o micro crédito, e o denominado *crowdsourcing*.

O *Crowdsourcing* é considerado como a origem do *crowdfunding*, tendo nascido e crescido com grande êxito em projetos de apoio à arte ou de filantropia, e dependente da doação ou contribuição de *pouco por muitos (crowd)*. Muitas vezes é a única via para que uma obra ganhe vida — o caso mais citado é o da conhecida Wikipédia. O *crowdfunding* e o microfinanciamento podem ser considerados como derivados. O primeiro caracteriza-se por ser também uma *open call*, mas baseado na utilização de meios informáticos e atividade exclusivamente *online* (numa “Plataforma”), onde quem procura angariar capital (Beneficiários ou empreendedores) solicita um determinado financiamento do público (Investidores), construindo uma narrativa acerca de uma ideia, de projetos ou atividades que deseja implementar. Ao público em geral é deixado o arbítrio da adesão, através dos seus meios, por vezes mediante disponibilização de garantias pelo financiado.

O movimento de “microcrédito” é coevo do meio que analisamos e decorre em parte dos mesmos fatores. Tornou-se popular há cerca de 30 anos em Estados como a Bolívia, a Indonésia ou o Bangladesh, num tempo e num Mundo onde a Miséria ainda obedecia a fronteiras. Muito citado após o impulso dado pelo Nobel da Paz de 2006, Sr. Moahmmmed Yunus, e pelo seu Grameen Bank criado em 1983 com o apoio da Ford Foundation, este meio financiou no denominado Terceiro Mundo microempresas através de empréstimos no valor de 90 mil milhões de dólares. O microfinanciamento assenta na concessão de pequenos empréstimos, sem a necessária exigência de garantias, e com taxas de juro incluídas ou variáveis, mas abaixo das praticadas no mercado tradicional. A figura é próxima do que designamos por *equity* e *lending based crowdfunding* (que denominaremos simplisticamente por *crowdinvestment*), mas no primeiro os investidores recebem capital ou outra forma de remuneração baseada no capital (*equity-like arrangements* como a participação nos lucros), como contrapartida dos fundos que disponibilizam.

3. Modelo típico de uma relação de financiamento colaborativo.

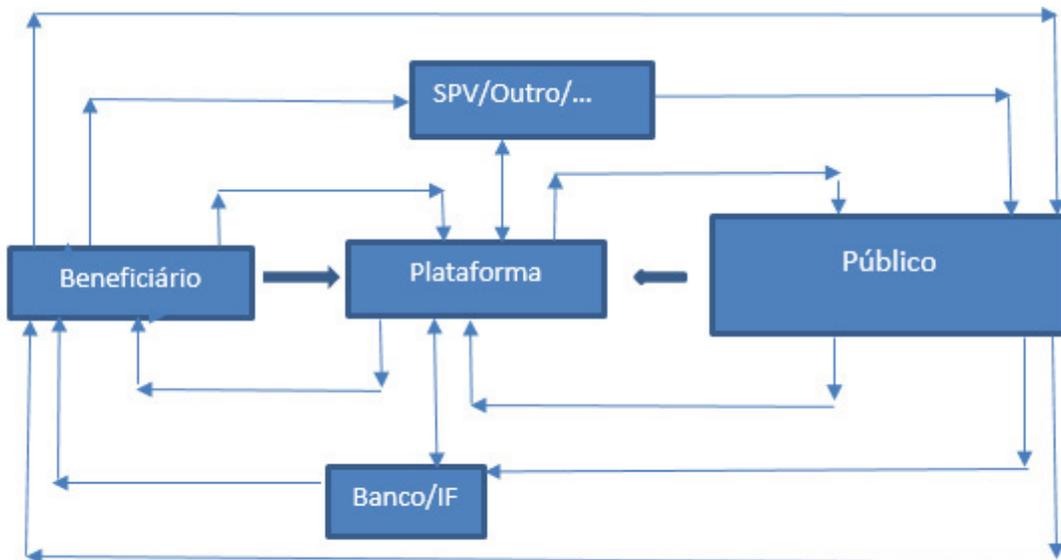
O modelo típico de *crowdfunding* assenta em três *players* ou atores fundamentais: o Beneficiário ou Empreendedor; o Intermediário ou “Plataforma”; o Público ou Investidores. Em rigor, como veremos, poderão (e deverão) existir mais agentes, desde logo um regulador (público), dado que na generalidade dos Estados estas atividades privadas são objeto de regulação pública e/ou de reserva legal de atividade.

- i) O Beneficiário é todo aquele que necessita/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, económico, contábil, publicitário, de interposição de veículos detentores do projeto ou empresa (que o público deterá), de bancos para depósito e guarda de valores;
- ii) O Público é o destinatário que poderá encontrar-se disponível para apoiar/investir. Tende a ser visto pelo Direito como um consumidor especialmente

necessitado de proteção e de informação, dependendo esta da natureza da relação contratual e do Direito aplicável. Sobretudo na atividade de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo (*crowdfunding*), 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 é uma empresa que funciona fazendo a ponte entre as partes e que gere a *internet* como meio de publicitação e encontro de vontades contrapostas (também o designaremos por “Plataforma”). Esta empresa gere e disponibiliza os meios materiais, técnicos e humanos necessários para, de uma forma regular e profissional, colocar em contacto pessoas jurídicas e físicas e respetivas declarações de vontade, tendo em vista a perfeição de um negócio típico. O detentor da Plataforma é obrigado a publicitar 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*).

Fig. 1. Modelos típicos de agentes e relações contratuais no crowdfunding.



4. Modalidades de financiamento colaborativo disponibilizadas pelas Plataformas.

As empresas que gerem estas Plataformas de intermediação podem especializar-se em *tipos* ou *modalidades* ou em nichos de mercado, beneficiando do *know-how* angariado — desde projetos de caridade, de inovação tecnológica, ambiente, promoção e venda de produtos ou em pequenas empresas altamente inovadores¹. As Plataformas podem assentar em princípios fundamentais e/ou especializar-se em tipos principais sendo comum prosseguirem mais do que uma modalidade.

É usual adotar a distinção entre quatro tipos ou *modalidades* de atividade de *Crowdfunding* ou de financiamento colaborativo, com base no retorno, i.e., na existência ou não de compensação para o investidor. Quando existe compensação esta pode vir *a)* sob a forma de um retorno não monetário como um produto (de que a quantia entregue é já um pré-pagamento ou entrada), *b)* de somas monetárias p.e. a título de juros (porque o contrato subjacente é um mútuo), *c)* de ações ou dividendos ou instrumentos financeiros (*vg* quando as quantias se destinam à criação ou subsídio de uma empresa²).

O “financiamento colaborativo através de donativo” (de doação) é a modalidade típica e mais antiga, onde aquele que contribui não espera qualquer contrapartida para si. Existe há muito — terá sido inclusive a origem deste modelo de negócio, no campo artístico e cultural —, e tem um cariz social, altruísta, sem o fim do lucro (é conhecido por *donation-based crowdfunding*).

A par desta modalidade, e com muito sucesso, temos igualmente o denominado “financiamento colaborativo com recompensa”, tornado mundialmente famoso por Plataformas como a Indiegogo ou a Kickstarter³. Como veremos, este é o paradigma da utilização desta forma de financiamento enquanto meio de “teste ao mercado” para o lançamento de um produto, de um protótipo, ou de uma obra. Permite aferir do eventual interesse do público pela iniciativa, e assim, do seu sucesso. Em caso de sucesso no mercado, o investidor terá direito a um objeto ou a um serviço como contrapartida da sua iniciativa. Esta recompensa está usualmente relacionada com o projeto que patrocinou (é conhecido por *reward-based crowdfunding*).

¹ Cfr a completa resenha da relação entre este tipo de financiamento e as energias renováveis em inúmeros Estados, in <http://www.crowdfundres.eu/wp-content/uploads/2016/06/CrowdFundRES-Crowdfunding-RES-Regulation-in-EU.pdf>

² A distinção entre *donation-based*, *reward-based*, *pre-selling*, *lending-based* e *equity-based crowdfunding* pode ser vista em BRADFORD, 2012: 1-50, e em HEMER, 2011, in <http://digitalcommons.unl.edu/6CC6E76D-4F09-47C0-A332-DD1FB8294CC5/FinalDownload/DownloadId-1C9861CF276A498766612315A-24F64A5/6CC6E76D-4F09-47C0-A332-DD1FB8294CC5/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub> COLLINS e PIERRAKIS, 2012, in https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pDF

³ São especialmente citadas, enquanto modelos de sucessos os *websites* Kickstarter (<https://www.kickstarter.com/?ref=nav>), Indiegogo (https://www.indiegogo.com/#/picks_for_you), RocketHub (<https://www.rockethub.com/>).

A par destas formas mais antigas temos o “financiamento colaborativo por empréstimo” (conhecido por *lending-based crowdfunding*), em que o investidor “empresista” temporariamente quantias a outrem (pessoa singular ou coletiva), com um posterior retorno do capital (e eventualmente de juros). O contrato de mútuo celebrado para um fim determinado pode ficar sob gestão da Plataforma ou as quantias serem entregues diretamente ao(s) mutuário(s).

Esta indústria de *lending-based crowdfunding* é pujante e 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. É usual distinguir o *Marketplace lending* e o *peer-to-peer model* (ou *P2P lending*, que junta diretamente mutuante e mutuário, pessoas físicas e coletivas)⁴. Consoante o fim e/ou as partes, também se distingue entre o fenómeno de *consumer lending* (relação consumidor-consumidor, sem garantias ou colaterais), do *business lending* (relação consumidor-empresas, com ou sem garantias). O encontro entre as partes pode ser feito indiretamente, mediante interposição de uma instituição de crédito com quem a Plataforma tem um acordo prévio (p.e. pagamentos e/ou depósito de valores), interposição que é obrigatória quando incida sobre atividades bancárias e que tem a vantagem de evitar dificuldades aos credores perante a eventual insolvência da Plataforma.

O modelo que coloca em contacto direto os investidores e o empreendedor ou Beneficiário de um projeto pode ser substituído pelo designado *trust model*. Menos usado, neste modelo o investidor contrata diretamente com a Plataforma e não com o Beneficiário — sobretudo nos casos em que os regimes jurídicos de financiamento colaborativo por empréstimo permitem a intermediação de um *trustee*. Os requisitos prudenciais da Plataforma serão neste caso obrigatórios e fundamentais dada a essencialidade da garantia da sua solvabilidade e segregação de ativos e passivos, colocando-se também a questão, em Estados em que esta atividade tem grande dimensão (como o Reino Unido), a possibilidade de os mutuantes ficarem abrangidos por sistemas de indemnização, como nos credores bancários (*infra*).

Finalmente, no “financiamento colaborativo de capital” (também conhecido por *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. As empresas financiadas ou Beneficiárias podem também emitir instrumentos representativos de dívida (p.e. *mini-bonds* ou obrigações convertíveis) mediante uma taxa de juro (a possibilidade de posterior conversão em ações com base num determinado *ratio* previamente fixado pode ser vantajoso).

O investimento pode traduzir-se na constituição de uma relação jurídica direta, e os investidores subscrevem ou adquirem ações ou outros valores mobiliários da

⁴ Informação sobre as maiores plataformas de *peer-to-peer lending*, in <http://www.telegraph.co.uk/personal-banking/savings/peer-to-peer-lending-everything-you-need-to-know-about-the-leadi/>

empresa Beneficiária (posteriormente depositadas num intermediário em seu nome). Pode igualmente constituir-se uma relação jurídica indireta: o público investe numa entidade ou veículo diferente do Beneficiário, que por sua vez investe em nome próprio na empresa ou projeto a financiar. O investidor deterá uma participação neste veículo — que pode ser uma cooperativa (muito utilizado em regiões de forte associativismo como nos países nórdicos na área do ambiente)⁵, um veículo especial (*Special Purpose Vehicle* ou SPV) ou outro esquema de investimento coletivo. Esta modalidade é muito utilizada sobretudo no *real-estate crowdfunding*; o investimento no sector imobiliário é efetuado por um veículo de que os investidores detêm participações sociais e o direito a um retorno adicional (por exemplo rendas). Mister é que cada veículo seja destinado a um projeto ou empresa específica — embora uma Plataforma possa ter vários projetos e, como tal, vários veículos ou propostas para financiamento⁶.

Como veremos, estes dois últimos modelos traduzem-se numa espécie de *bypass* ao sistema *bancário* (vg no âmbito imobiliário) e ao mercado financeiro. No primeiro caso, mediante pagamento pelo Beneficiário de taxas de juro mais favoráveis e menores comissões do que sucederia num empréstimo bancário — o que constitui apenas parte do custo que o mutuário aí suportaria. O mutuante ou investidor poderá também ter vantagem ao obter uma taxa de juro mais favorável do que a que obteria num depósito bancário a prazo ou num empréstimo obrigacionista colocado pelo banco, poupando nos custos de aquisição, guarda, transferência, reembolso — e a incidência tributária é igualmente importante.

Hagedorn e Pinkwart⁷ referem ainda um outro tipo ou modalidade de financiamento relacionada com as últimas duas. Designam-no por *stock-model* e assenta na criação pela sociedade gestora da Plataforma de um mercado secundário para obtenção de liquidez para os instrumentos angariados pelo público. Dificilmente teria cobertura legal na generalidade dos Estados da União Europeia, como Portugal, dada a reserva legal de constituição de mercados regulados para valores mobiliários, mas a possibilidade de posterior negociação dos valores mobiliários emitidos pelo Beneficiário ou empreendedor através da criação e gestão pela Plataforma de um mercado secundário organizado e regular, permitiria que os investidores obtivessem maior liquidez para o seu investimento e eventuais mais-valias. Também tornaria mais apelativa a oferta pela possibilidade de transação imediata (em Estados pioneiros, como os EUA, existe um período de indisponibilidade legal dos valores emitidos — *infra*) e mitigaria o risco. A advertência da inexistência de mercado secundário (e suas vantagens) é por isso um aviso exigido pela

⁵ A criação de cooperativas é muito utilizada na Holanda e na Alemanha (*Energiegenossenschaften*), sobretudo em áreas de investimento como projetos relativos às energias renováveis, detendo os investidores (geralmente cidadãos da localidade onde o projeto energético é criado), num modelo de participação de cidadania denominado de *Bürgerbeteiligungsmoell*, uma participação enquanto cooperadores (*Genossenschaften*) — cfr <http://www.crowdfundres.eu/wp-content/uploads/2016/06/CrowdFundRES-Crowdfunding-RES-Regulation-in-EU.pdf>

⁶ A empresa Massolution distingue entre *crowdlending*, *crowdinvestment*, *crowddonation* e *reward-crowdfunding*, disponibilizando informação <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>

⁷ HAGERDON e PINKWART, 2016: 71.

generalidade dos Estados nesta nova regulação de financiamento. A generalidade dos AA designam esta modalidade de *company-own trading system*.

Do lado do Beneficiário, empreendedor ou autor do projeto ou empresa financiada, a entrada na relação jurídica de financiamento pode estar subordinada à obtenção da quantia demandada no fim do prazo da oferta. Informará previamente o mercado de que *o total* pretendido é o mínimo que aceita, eventualmente porque só com este montante pode prosseguir a sua empresa “lato sensu”. Estamos perante o designado *all-or-nothing principle* (AON) também designado por *threshold-pledge system*. A escolha desta condição significa que o autor tem como certo que o seu projeto e/ou o retorno prometidos não são viáveis sem a totalidade do montante fixado, o que acontece sobremaneira no lançamento de empresas de novas tecnologias, de *start-ups* na linha biomédica ou das energias renováveis. É usualmente utilizada nas iniciativas que prometem um retorno em produtos ou somas monetárias. Se o montante não for atingido as ordens ou intenções manifestadas são resolvidas e as quantias devolvidas aos investidores.

O Beneficiários pode também optar inicialmente por um princípio de aceitação do montante que, no final do prazo fixado, vier a ser angariado. Este será o montante final da oferta. Designa-se esta cláusula, expressivamente, por *Keep-it-all principle* (KIA) ou *keep what you get*. É uma cláusula típica de iniciativas de cariz altruístico em que não existe retorno prometido, mas que se pode miscigenar com o anterior⁸. A sua adoção também pode decorrer do facto de o projeto ter diversas fases de implementação, ou de poder arrancar com uma escala menor porque ainda aí a empresa é rentável, ou porque tem custos fixos pequenos. Reconduzir-se-ia ao regime societário da subscrição pública incompleta (art. 279º CSC).

As condições da oferta podem prever desde logo a possibilidade de alteração da condição AON pela condição KIA, durante a oferta, e o prazo de angariação pode variar mas as estatísticas demonstram que se situa usualmente entre 60 a 90 dias⁹.

Uma outra condição que pode ser fixada pelo Beneficiário denomina-se de *first come-first served*. Uma vez atingido o objetivo ou montante fixado pelo Beneficiário, inexistente qualquer possibilidade de participação de posteriores investidores ou qualquer forma de leilão ou de rateio — usual quando a procura excede a oferta. Tal significa que os consumidores/ investidores mais conhecedores ou com mais informação (ou com mais disponibilidade de capital) têm uma vantagem inicial. Esta vantagem pode perpetuar-se pois estes investidores profissionais poderão controlar a empresa e sua atividade e a posterior revenda. Tal significa que o empreendedor ou Beneficiário — mas também os pequenos investidores — ficam numa posição diminuída e mesmo reféns do(s) detentor(es) de uma participação maioritária.

Por esse motivo é igualmente comum fixar limites ao investimento individual num projeto, ou em vários projetos (*infra*), ou combinar ambos os modelos.

⁸ CUMMING, 2015: 6.

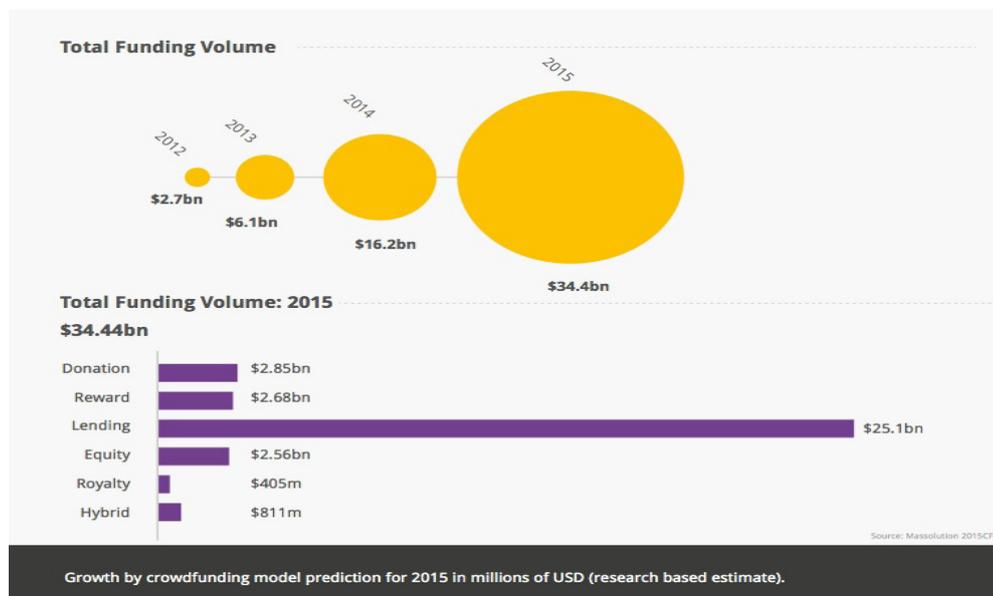
⁹ DENNIS, 2016: 78.

A Plataforma pode igualmente combinar tais cláusulas com a criação de limites *threshold-pledge system*: um determinado montante deve ser atingido num prazo fixado e só aí os investidores são chamados a contribuir ou colocar os montantes, *vg* numa conta de depósito *escrow*¹⁰. Não se cumprindo os limites não são chamados com as entradas (o sistema funciona sob uma espécie de procura prévia de intenções) ou, se tiver havido alguma contribuição, procede-se à sua restituição.

O modelo típico é o de subscrição direta e imediata. Esta é feita através de contratação direta entre o promotor e o investidor, através da infraestrutura da Plataforma e denomina-se de *simple subscription method*. O preço e a quantidade estão fixados podendo depender de uma fase prévia: permite-se a receção de intenções ou a realização de um leilão — *pre-auction method*. Estas condições são conhecidas de há muito da doutrina e do Direito das ofertas públicas de instrumentos financeiros e tendem naturalmente a ser importadas e assumidas de forma clara quando a entidade gestora da Plataforma é um banco ou uma instituição financeira.

O volume total de valores objeto de angariação por esta nova indústria é crescente, e na sua maioria respeita a *lending-based crowdfunding*, Segundo estimativas da Morgan Stanley, em 2020 o volume global poderá situar-se entre os US\$150bn e US\$400bn¹¹, num movimento que já hoje preocupa reguladores como a FCA face a uma eventual “banca paralela” (*infra*).

Fig. 2. Relatório de 2015 sobre a indústria de crowdfunding da Massolution/Crowdsourcing.org



¹⁰ Estes contratos de depósito caracterizam-se por ter como base um acordo entre duas ou mais partes em que se confia a uma Banco (no caso, mas pode ser um terceiro), a guarda e posterior restituição de bens móveis (valores mobiliários, numerário, títulos de crédito), consignados a um fim específico. No final do prazo ou face a um evento previamente acordado procede-se à entrega a um terceiro ou à restituição ao depositante. — vd João Morais ANTUNES, 2007, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Coimbra, Almedina.

¹¹ <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>

5. O financiamento colaborativo de empréstimo e de capital.

Ao contrário das demais modalidades (ou formas) de financiamento, no *crowdinvestment* (seja *lending-based crowdfunding*, *securities-based crowdfunding*, ou *equity crowdfunding*) existe uma expectativa de retorno ou de ganho por parte do investidor. 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.

Como veremos, o *crowdinvestment* permite o acesso de pequenos investidores a um mercado primário de que podem resultar oportunidades únicas de retorno e que se encontra usualmente reservado a profissionais. Mas a desregulação permite fraudes e contém um elevado risco de perdas para o investidor, dada a assimetria informativa e a taxa de insucesso.

Estas modalidades de financiamento são complexas porque envolvem problemas de regulação jurídica e económica. Existe legislação específica, de direito societário e direito económico (bancário, dos valores mobiliários, da concorrência), que vinculam um empreendedor que pretende lançar uma *open call*. Também atividades típicas como a consultoria e a recomendação sobre o investimento, ou a receção e execução das ordens (bem como a receção e guarda de valores e de fundos do público), são legalmente reservadas a agentes profissionais administrativamente reconhecidos como qualificados para o seu desempenho.

São por isso criados novos intermediários para investimento (gestores das Plataformas), que não se encontram abrangidos pelo exclusivo legal — a menos que sejam já qualificados como instituições de crédito ou sociedades financeiras (arts. 3º-10º do denominado RGICSF¹²), e estejam autorizados a exercer serviços bancários e de investimento (intermediários financeiros (arts. 289º-293º CodVM¹³).

O exclusivo destas atividades financeiras típicas e a regulação a que se encontram sujeitas decorre da necessidade de proteção do interesse geral. As economias de mercado em que assentam a maioria das sociedades modernas dependem do Bom e São desempenho concorrencial dos mercados, e de há muito que se entende inexistir qualquer mecanismo invisível que promova a sua Perfeição. Pelo contrário, a falta de intervenção pública que proíba ou colmate as naturais falhas de mercado resulta na deriva dos mercados para a imperfeição com fortes externalidades públicas negativas.

Mesmo em Estados como os EUA, pouco dados à criação e intervenção de entidades públicas nas liberdades individuais e de mercado (de iniciativa, de contrato, de empresa, de propriedade), perante as falências e fraudes sucessivas no mercado bancário e financeiro (mais publicitadas desde o final do séc. XIX) optaram por uma

¹² Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro (RGICSF)

¹³ Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo [Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro \(CodVM\)](#).

forte intervenção normativa e administrativa. Porque os princípios fundamentais e a atuação dos Tribunais enquanto reguladores não se verificaram eficazes, e tão pouco foram eficientes os poderes de *hearing* das assembleias estaduais, os Estados federados criaram entidades públicas *ad hoc*, temporárias, especializadas na garantia e controlo dos mercados e controladoras das respetivas falhas. As entidades reguladoras setoriais, independentes dos poderes políticos na sua atividade e nomeação, foram sendo desenhadas pelo Congresso com poderes normativos (*rule making*) e decisórios (*adjudication*) vinculantes da indústria¹⁴.

Após o já referido regime de extrema liberalização bancária e financeira e de eventos fraudulentos que culminaram no *crash* bolsista de 1929 e os *Securities Act* de 1933 e de 1934 o Senado estatuiu uma forte regulação limitativa das operações de captação de aforro do público para financiamento de empresas. Estas operações passaram a estar sujeitas a estritos deveres de registo, de informação, e de intermediação por sociedades financeiras previamente autorizadas, todas sujeitas a forte supervisão pública¹⁵. Uma nova *tool box* regulatória foi então criada: a autorização ou registo das operações de oferta ao público; a prévia aprovação de prospectos com a máxima informação relevante, a disponibilizar gratuitamente aos investidores; a aprovação da publicidade com verificação do seu conteúdo; a estatuição de regras de responsabilidade pela informação disponibilizada e pelas suas características; a colocação no público através de *brokers-dealers* previamente autorizados pelo regulador e publicamente registados. Estes atos passaram a ser considerados essenciais para a proteção do interesse público¹⁶.

Também a Europa sentiu esta necessidade de intervenção limitativa de operações financeiras de captação de aforro junto do público, e não são poucos os casos históricos de fraude e falência que tiveram repercussões públicas graves. A bolsa de Paris sofreu os fortes reveses do liberalismo político e financeiro aplicado ao mercado de capitais logo em 1719-21 — talvez por ter sido a primeira verdadeira bolsa de *commodities* a surgir formalmente —, mas também a de seguros marítimos inerentes ao comércio colonial. Vem sempre à memória o “caso-bomba” em que se traduziu a atuação da *Mississippi Company* e de John Law (que a adquiriu em 1717 e se destinava a comercializar as riquezas das colónias). Chamado por Filipe d’Orleães para compor as finanças públicas do reino com o Banque Générale Privée, este adquiriria o controlo da *Mississippi Company*. Inflacionada por alegadas riquezas da Louisiana e objeto de subscrição e forte procura de ações pelo público — nos primeiros meses de 1720 as ações valorizaram de 500 para 15.000 francos — acabaria insolvente no final desse ano, com John Law fugindo, na miséria, para Veneza¹⁷.

¹⁴ Acerca da criação desta administração independente tecnocrática nos EUA, e dificuldades da sua aceitação pela indústria e pelo Supremo Tribunal Federal, e sua posterior importação mimética para o Continente, CATARINO, 2009: 82 ss.

¹⁵ Para uma visão da legislação norte-americana, <https://www.sec.gov/about/laws.shtml#secact1933>

¹⁶ NUNES, 2015:184.

¹⁷ A criação e disseminação de ações da *Mississippi Company* (1710-1770), e posteriormente o caso similar em Londres da *South Sea Company* (1711-1850), fez com que em meados do séc. XVIII

Algo similar acontecera em Inglaterra, na época do nascimento dos Impérios Coloniais e da exploração de novos territórios, com a *South Sea Company*. O seu esplendor foi tal que adquiriria toda a dívida pública inglesa — o valor das suas ações subira vertiginosamente com base na expectativa do sucesso militar perante a França. Acabaria nacionalizada pela Coroa, como forma de salvar “in extremis” o sistema financeiro nacional e para salvaguarda de parte da riqueza dos acionistas (o seu *board* e os membros de algumas instituições públicas que fomentaram a fraude acabaram na Torre de Londres). A necessidade de proteção do público perante o crescimento das grandes companhias marítimas e forte especulação que rodeou a abertura do seu capital ao público determinou medidas regulatórias restritivas que culminariam no *Bubble Act* de 1720. “O impacto deste escândalo sobre o público acionista foi de tal forma que, 100 anos mais tarde, o Presidente Jackson diria que *ever since I read the history of the South Sea Bubble I have been affraid of banks*¹⁸.”

O *supra* citado *Bubble Act* foi apenas uma das reações políticas regulatórias ao mercado livre e às ofertas de valores mobiliários desreguladas. Após a apologia dos mercados, da liberdade, da supremacia dos contratos, e contrariando uma célebre decisão do Supremo Tribunal federal norte-americano de 1810, julgando inconstitucional a interferência pública unilateral na vida das *Companies* (caso Dartmouth College, 17 U.S. 518, de 1819), as regulações públicas restritivas têm-se repetido até hoje. Sucedeu, como vimos, com o *Securities Act* de 1933, e mais recentemente com o *Sarbanes-Oxley Act* e depois com o *Dodd-Frank Act*, ante a necessidade de fazer face a graves crises de “inovação” financeira. Hoje muitos Autores entendem que resultaram em excessos (*regulatory overshooting*).

A novel atividade de financiamento colaborativo é filha de mais uma crise e de um *regulatory overshooting*. Existe uma estreita linha vermelha entre as atividades bancária e financeira legalmente reservadas a empresas financeiras, e o *crow-*

não só os residentes em Paris, mas também estrangeiros (cerca de 30.000), procurassem investir nestas duas companhias “transnacionais”, entrando toda a Europa num frenesim de compra ... que acabaria com o rebotar da “bolha especulativa” e levando o pânico aos governos dos EUA, Reino Unido e França, e ao *crash* das incipientes bolsas destes países e de Amesterdão. Pela primeira vez os governos tiveram que responder perante as massas populares. Estávamos no final do fenómeno de transição das *guildas* e das *corporations* para as *joint-stock companies* e o maravilhoso fenómeno da emissão de dívida pública — uma *never ending story* percebida pelos economistas britânicos que permitia a constante emissão e endividamento sem necessidade de pagamento, criando ao mesmo tempo títulos que atribuíam liquidez através da sua alienação (CATARINO, 2009: 111-140; ROSSI, 2006: 33; HOPT, 2007: 44).

¹⁸ Com uma evolução muito similar no seu âmbito temporal e material ao caso *Mississippi Company*, a *South Sea Company* (1711-1850) fora criada para o florescente comércio de escravos da África para a América “espanhola” um pouco à semelhança do que sucedera com a *East Índia Company* na Ásia. A *South Sea Company* fora criada pelo Lord Treasurer Harley tendo em vista o financiamento de toda a dívida pública do Governo (assumida pela companhia mediante uma anuidade) e sendo-lhe conferido o monopólio do comércio com a América do Sul, na sequência de um tratado com Espanha, tendo como escopo o acesso direto às colónias espanholas após a Guerra da Sucessão com Espanha. Aproveitando o monopólio permitia-se o seu financiamento através do público que pretendesse deter ações desta enorme companhia; o *Royal Bank* concedia empréstimos e com preferência em futuros aumentos de capital, tendo-se assistido a fraudes bolsistas pela administração, por altos dignatários do regime e *Members of Parliament* — MICHIE, 2006: 895.

dinvestment, que ganhou projeção e dimensão precisamente por não se encontrar sujeito às mesmas exigências legais. Por esse motivo, grande parte das Plataformas que apareceram inicialmente como intermediários acabariam proibidas pelos reguladores por *non compliant*. Uma vez mais, foram os EUA o primeiro Estado a assumir que, pela sua importância económica e política, o financiamento colaborativo deveria ser regulado e não proibido.

A tradição norte-americana do mecenato e de assunção de funções culturais e mesmo piedosas por particulares e associações de particulares há muito tornara usuais formas de *crowdfunding* que não de capital ou empréstimo remunerado. A situação económica e política pós-2008 determinou o reconhecimento das suas claras vantagens (houve diversas iniciativas por congressistas, quer do Senado quer da Câmara dos Representantes, tendentes à sua regulação¹⁹), com impulso presidencial (a campanha de Barak Obama baseara-se sobremaneira em redes sociais e na sua participação²⁰), que levariam à aprovação da primeira regulação do *crowdinvestment* pelo denominado JOBS Act (*infra*).

6. As Vantagens e as Desvantagens do *crowdinvestment*.

Perceber o entusiasmo por esta nova forma de financiamento implica reconhecer que no âmbito da crise iniciada em 2008 as exigências regulatórias que recaíram sobre os bancos e demais instituições de crédito os tornou menos disponíveis para o risco. Criou-se um *gap* entre as necessidades das pequenas e médias empresas (PME) e das novas empresas “sem história” que apostam na inovação e em nichos de mercado, e o seu acesso a meios de financiamento tradicionais.

Estudos feitos nos Estados Unidos demonstraram ser real a mais-valia das PMEs para o crescimento da economia e do emprego (a sua eficácia é de há muito conhecida, quando aplicada a setores ou territórios mais desfavorecidos, *vg* por condições geográficas ou naturais). Tais estudos demonstram também que os setores e as empresas mais dependentes da banca e do seu financiamento sofrem mais problemas de desemprego em caso de crises e recessões, e que o desemprego é agravado no caso das empresas desses setores que sejam PMEs. O estudo foi mais longe e analisou a presente recessão face à crise dos anos 90 decorrente das *Savings and Loans* (S&L) e à recessão de 2001. O aumento de desemprego nas pequenas empresas foi notório, dado ter sido despoletado pelo sistema bancário, mas encontrava-se ausente na recessão de 2001, que ocorreu no setor das tecnologias. O estudo conclui que os choques ou crises de crédito levam a uma enorme desproporção de desemprego que

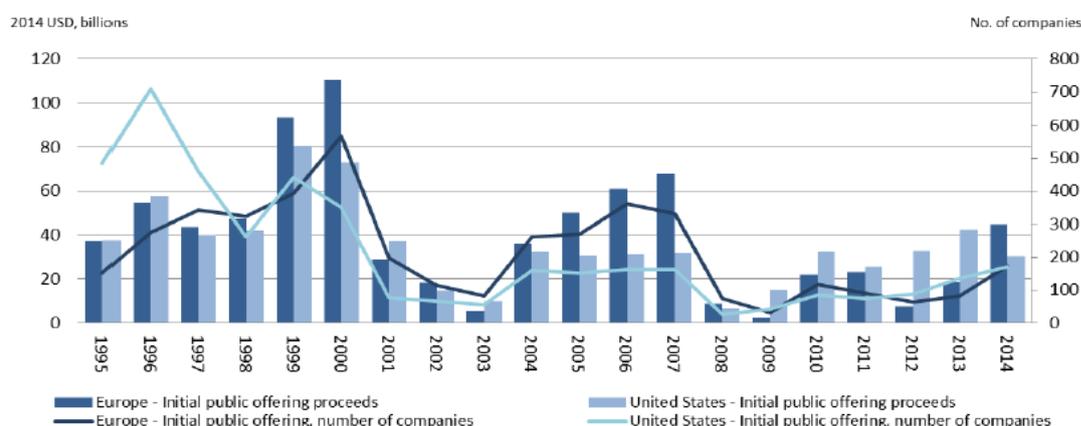
¹⁹ Em 2011 foi apresentada na Câmara pelo Representante Republicano da Carolina do Norte, Traick McHenry, uma proposta (“Entrepreneur Access to Capital Act”) após ter presidido a audições sobre *crowdfunding* e soluções para capitalização de PMEs, mas o “JOBS Act” de Obama, destinado igualmente à recuperação económica e do emprego, foi mais longe — *infra* (FINK, 2012: 2-24).

²⁰ Vd o *Press Release* do Presidente Barack Obama, e os comentários relativos à assinatura do JOBS Act (5Abr2012), in <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>

aumenta nas pequenas empresas²¹.

Também por este motivo se visam meios menos dependentes destes eletrochoques económicos e regulatórios — como as ofertas destinadas ao público em geral (de subscrição, de venda ou de troca de instrumentos financeiros). No entanto, além de *time-consuming*, estas ofertas são extremamente caras devido à necessidade de *compliance* com fortes exigências regulatórias: lembremos a intervenção necessária de intermediários financeiros autorizados e supervisionados por autoridades públicas; a preparação, disponibilização e publicitação de informação exaustiva sobre a empresa, os valores e a sua atividade; a intervenção de especialistas *inside house* e externos (advogados, economistas, contabilistas, empresas de *marketing* para *roadshows*). Tal justifica em parte a tendência descrita pela OCDE de, desde 2008, metade das IPOs de *equity* (de *Initial Public Offerings*) terem lugar em economias emergentes (sobretudo China). No resto do Mundo são as grandes empresas que recorrem a IPOs e as posteriores/segundas ofertas públicas (SPO).

Fig. 3. IPOs na Europa e nos EUA lançados por empresas não financeiras, segundo OCDE²²



A figura demonstra o decréscimo do lançamento de ofertas e de entradas em bolsas (*listing*) em grande parte causada pelos custos regulatórios. Segundo dados do mesmo Relatório, entre 2008 e 2014 a média anual era de 432 empresas, o que compara com 1.170 empresas entre 1994-2000, ou com 853 empresas entre 2001-2007. A obtenção de empréstimos ou de fundos através de oferta intermediada meramente por uma Plataforma eletrónica, com menores exigências regulatórias, menor produção e disseminação de menos informação, e intervenção exclusiva da *internet* (uma exigência legal — *infra*), tem vantagens evidentes para todos os participantes.

²¹ BURCU *et al.*, 2014, disponível in <http://www.bos.frb.org/bankinfo/qau/wp/2010/qau1006.pdf>.

²² Relatório OCDE de Setembro de 2015, disponível em <https://www.oecd.org/g20/topics/framework-strong-sustainable-balanced-growth/OECD-Growth-Companies-Access-to-Capital-Markets-and-Corporate-Governance.pdf>

É certo que existe maior risco para o investidor, mas o facto de o sucesso (e a própria existência) da Plataforma estar intimamente ligado ao sucesso das iniciativas que promove, aumenta a sua *due diligence* na avaliação de projetos antes da aceitação, e minora o risco de casos graves de fraude ou de erro (este talvez seja um dos motivos pelos quais até à data não assistimos a fraudes de proporções assinaláveis). A existência de vários tipos de Plataformas e de cada uma seguir um modelo de negócio específico, implica uma especialização vantajosa para os negócios e a sua segurança — o que é fomentado pelas suas redes de informação, que permitem uma célere e barata disseminação (*infra*).

As entidades financiadas ou Beneficiários têm vantagens porque não incorrem nos custos do lançamento da oferta nem dos inerentes ao cumprimento de deveres de informação posterior. A maior celeridade e flexibilidade na contratação, no lançamento e no procedimento, constituem um ganho de mercado não despreciando, a que acresce a possibilidade, única, de testar de imediato a aceitação de uma proposta ou de um projeto. Este teste pode dizer muito do sucesso ou insucesso futuro da iniciativa, e não tem custo acrescido. O Beneficiários obtém igualmente uma maior visibilidade para a sua empresa, projeto ou atividade ao aproveitar as redes de comunicação já constituídas pela Plataforma.

Também o Investidor usufrui de vantagens óbvias, para além dos menores custos e comissões a pagar no momento da aceitação e contratação. Se pensarmos como é caro o “mercado da informação”, e como a assimetria informativa é real e inultrapassável (*vg* entre os investidores de retalho e os profissionais), existe nesta atividade maior facilidade na obtenção de informação. Como? Através da sua circulação e dispersão via *internet* e pela utilização de redes comunicacionais e organizacionais próprias — em que o *crowdinvestment* se baseia. A obtenção fácil e barata de informação pelo investidor — o que nem sempre significa melhor! —, é a contrapartida dos pequenos montantes que subjazem aos investimentos. A relação entre o montante do investimento e o custo da procura, da obtenção e da análise de informação sobre a empresa, torna-se menos desvantajosa. Aceita-se o fenómeno de *free ride* e da apropriação coletiva da informação obtida por outrem (*collective good*).

Os Autores norte-americanos colocam bastante ênfase numa outra vantagem, mais política, que decorre de o *crowdinvestment* possibilitar a maior “democratização do mercado”. Por democratização entende-se a possibilidade de mais investidores com poucos meios e poucos custos intervirem nos mercados, incrementando-os, e aumentando a concorrência num espaço ou subsistema dominado por bancos e sociedades financeiras e por “redes” ou *clubs* de profissionais. Nos EUA este fator de democratização é especialmente importante porque a existência dos investidores profissionais e mais qualificados, denominados de *accredited investors* (*business angels*, *venture capital firms*), mais fortes e financeiramente mais ricos, isentos dos deveres regulatórios junto da SEC e com mais e melhor informação (*infra*), permite-lhes intervir no lançamento privado de novas empresas. Obtêm os melhores negócios e adquirem uma posição privilegiada no seu desenvolvimento e desempenho futuro.

O caso Facebook Inc. é paradigmático (embora existam outros exemplos, como o Twitter²³). Entre 2004-2012 o seu financiamento, por aumento de capital, apenas permitiu a aquisição de ações a familiares, aos próprios empreendedores e seus amigos, bem como a investidores qualificados ou profissionais (*accredited investors*) — os designados três Fs: “family, friends and fools”. Em Maio de 2012 foi lançado uma enorme IPO, com as ações a serem colocadas a US\$38 (em poucos dias desceriam para US\$30 e depois para US\$20). O círculo fechado de financiadores iniciais “apostaram” e arriscaram inicialmente milhares de dólares e obtiveram mais-valias de milhões de dólares aquando da dispersão da empresa em mercado — o que não sucedeu a quem se encontrava, por exemplo, fora do círculo do CEO, Mark Zuckerberg²⁴.

Para investidores profissionais ou institucionais esta atividade também tem vantagens, pois traduz uma possibilidade acrescida de diversificação de investimentos e do seu *portfolio*. Não esquecendo que esta não é uma atividade harmonizada na União (nem globalmente), a reserva de soberania daí decorrente permite a cada Estado regulá-la de acordo com as especificidades do seu mercado. A possibilidade de inovação regulatória aumenta a concorrência e independe da escala dos intermediários financeiros, dos respetivos mercados financeiros e dos meios para proteção dos Investidores, favorecendo o “fórum shopping”.

As desvantagens são basicamente aquelas que levaram de há muito à regulação de atividades privadas de forte interesse e impacto público.

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 (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, podendo redundar num *market for lemons*.

Desde logo porque a entidade gestora da Plataforma tem menores deveres regulatórios — exceto quando sejam empresas financeiras — e não participa ativamente na “regulação pela informação” (verificação de *full disclosure*), nem no aconselhamento e aferição de experiência e conhecimentos dos seus contratados/investidores. Também não se encontra sujeita a ónus e a regras de *responsabilidade objetiva* típicas da intermediação financeira. Acresce que o risco da possível insolvência do Beneficiário pode ser agravado pelo risco de *insolvência* da própria Plataforma, pois se perde o elo intermediário entre subsistemas sociais.

Também a dependência dos meios telemáticos e da *internet* faz a Plataforma incorrer em outro tipo de desvantagem: são reais os riscos decorrentes da desproteção de dados pessoais, dos ciberataques (a guerra cibernética deixou de ser uma mera

²³ No primeiro dia de negociação o preço subiu cerca de 73%, de US\$ 26 para US\$ 44,90, o que aproveitou aos seus detentores, *underwriters* que tinham financiado a empresa, NESLUND, 2014: 31.

²⁴ SCHWARTZ, 2013:1475, que refere outros casos como do Twitter.

fantasia) ou do *hacking* (estes últimos riscos são uma reiterada preocupação da *International Organization of Securities Commissions* — IOSCO²⁵).

Desvantagens têm também os investidores, que se veem menos protegidos sem os deveres de especial formação e literacia financeira dos colaboradores do intermediário ou de deveres que os impeça de prosseguir um interesse próprio, ou da Plataforma sobre os interesses dos seus clientes. As regras de *governance* que os protegem não são aqui atendidas, embora os paradigmas de controlo tendam a mudar, como o demonstra o IPO da Google: os novos acionistas aceitaram direitos de participação e decisão societária (*vg* de voto) inferiores aos investidores iniciais, em favor da rentabilidade ou das mais-valias potenciais²⁶. Podemos acrescentar como desvantagem a falta de liquidez dos instrumentos emitidos, *vg* decorrente de inexistir um mercado secundário onde estes possam ser transacionados, e a inexistência de sistemas de indemnização dos investidores, de fundos ou de outras formas de garantia pública — riscos que a maioria das Plataformas procuram minorar através de avisos e advertências de risco.

O Beneficiário tem também de contar com a possibilidade de os custos se tornarem maiores do que o previsto. A par do retorno prometido ao Investidor (em juros, dividendos), e das comissões devidas à Plataforma, há que contar com o preço de serviços relacionados com a oferta. Estas podem implicar seguros, apoio jurídico, *marketing* e publicidade, apoio contabilístico e tributário, celebração de contratos de depósito com bancos ou intermediários financeiros para receção de numerário e/ou registo de valores.

Outra desvantagem digna de nota decorre de a empresa e/ou o seu projeto ficarem expostos ao público em geral, favorecendo os concorrentes. Ao contrário do que sucederia na contratação com um investidor profissional ou qualificado, não existe qualquer acordo de confidencialidade que a proteja da concorrência, arriscando que alguém prossiga de forma mais célere e com mais meios uma empresa ou projeto similar. A única solução para este dilema é que o angariador se apresente ao mercado numa fase em que o detalhe do projeto ou operação sejam tais que lhe forneça vantagem imediata sobre possíveis competidores²⁷.

6.1. Assimetria informativa, *herd behaviour* e *regulatory gap*.

Uma das maiores desvantagens para o pequeno investidor ou consumidor (denominado “de retalho” na gíria financeira) — e por isso a separamos — decorre do

²⁵ Cfr, o resultado do *fact-finding survey* do “Committee for the Regulation of Market Intermediaries” da IOSCO, de Dezembro de 2015, *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report*, FR29, de Dezembro de 2015, in <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>

²⁶ Acerca das condições da oferta em 2004, vd *Form S-1 Registration Statement*, in <https://investor.google.com/corporate/2004/ipo-founders-letter.html>

²⁷ Acerca deste dilema, de ter de divulgar informação sigilosa para obter financiamento, podendo perder a ideia inovadora para o financiador (*Double Trust Dilemma of Innovation*) — COOTER e EDLIN, 2013, in <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/1/>

facto de não ter acesso à mesma informação que os investidores profissionais, qualificados ou “acreditados” (bancos, *brokers-dealers*, *hedge funds*, fundos de pensões, sociedades de consultoria pra investimento, gestores de patrimónios, *business angels*). Estes últimos detêm mais e melhor informação e maior poder de análise e de compra, o que lhes permite levar vantagem — e não só nos casos de *first come-first served*. As características do *crowdfunding* e o meio de disseminação de *informação* em rede, em que assenta, torna-se essencial para combater ou diminuir as assimetrias informativas — sendo suposto que cada um acrescente informação própria àquela que já circula. Mas tal mecanismo pode revelar-se desvantajoso.

Esta forma de informação em rede tem perigos óbvios. Desde logo o da adoção do denominado *herding behaviour* que se traduz no possível mimetismo de condutas dos investidores. Dado inexistir uma vasta e completa informação institucional disponível para todos, cada investidor tende a ouvir e a seguir uma decisão de outrem transmitida na “rede”. Este comportamento tende a independe da informação que ele detém, ou deveria procurar obter, e posteriormente disseminar. E assim o fará uma terceira pessoa, e assim sucessivamente²⁸. Existem aqui riscos óbvios, pois pode redundar num efeito imitação, emulação ou mimetização de comportamentos, levando ao denominado “efeito manada” (latente em todas as formas de comportamento coletivo, que no limite pode desembestar em situações de pânico bolsista ou bancário, ou em comportamentos emocionais típicos das emissões de valores mobiliários “do coração”).

Outro risco decorrente desta transmissão de informação em rede decorre da externalidade negativa do *herd behaviour* — a denominada *herd externality*. Se um investidor seguir um comportamento alheio, acreditando que os outros deterão informação que ele não detém, o fenómeno torna as decisões de investimento ou desinvestimento menos dependentes da informação detida e percebida pelo próprio. A falta de *due diligence* pelo investidor na procura de informação é reforçada pela limitação do seu investimento; tratando-se de pequenos montantes não existe grande incentivo à procura de informação pois ele não tem suficiente *skin in the game*. Também por esta via poderemos tornar a indústria de *crowdinvestment* num *market for lemons*. E se o próprio não acrescentar à informação que circula a informação que ele detém, e seguir acriticamente as opiniões e decisões percebidas, no fim da cadeia a informação que circula não é a mais completa²⁹.

Para os Beneficiários, sobretudo pequenas empresas, tal não afasta as vantagens em recorrer ao *crowdinvestment* pela aposta nas redes de tecnologia. Eles têm

²⁸ O *Herding Behaviour* é descrito como uma actuação onde “everyone doing what everyone else is doing, even when their private information suggests doing something different”, BANERJEE, 1992, 798.

²⁹ Quando uma pessoa segue uma decisão de outrem independente da informação que detém, assim o fará uma terceira pessoa de tal forma que no final o resultado poderá ser pior informação — “the second person’s decision to ignore her own information and join the herd therefor inflicts a negative externality on the rest of the population. If she had used her own information, her decision would have provided information to the rest of the population, which would have encouraged them to use their own information as well”, BANERJEE, 1992: 799.

a vantagem de conseguir uma *publicitação* pouco onerosa e célere, potenciada pela troca de informação, de opinião e de dados sobre um determinado produto. No que respeita à *divulgação*, a utilização das Plataformas é igualmente uma excelente forma de disseminação mas também da sua coleta sem custo. Mesmo sob a forma de críticas ou de sugestões, a informação é vantajosa para aferir do desenvolvimento do projeto.

Claro que tem desvantagens também para as entidades beneficiárias. A possibilidade de *free ride* pode afastar ou diminuir a assimetria de informação, conforme já referimos³⁰. O facto de o público poder, sem qualquer custo, aceder, tratar e revender informação, sobretudo no que respeita a investidores não informados, sem que a entidade beneficiada produza informação completa e de qualidade, pode levar a racionalidade de uma decisão individual a perder-se num movimento público de irracionalidade económica. A empresa tende a não o fazer porque o custo da informação reside sobretudo na sua *produção* e não na *difusão*. Por isso as empresas tendem a tratar e a difundir a informação absolutamente necessária, que o investidor vai procurar. O investidor qualificado ou profissional tem outros meios de *produzir* a sua informação, e que enformará as suas decisões — e por isso é importante a transparência relativamente ao tipo de investidores: o investidor sentir-se-á igualmente tentado a investir se souber que outro, seja um amigo ou um *business angel*, estiverem igualmente comprometidos. Mesmo sabendo que pode ficar em desvantagem ou perder poder sobre a atividade ou empresa, sentir-se-á tentado a investir se for claro que os profissionais se comprometeram com o próprio capital (*skin in the game*).

O fenómeno de *free ride* acarreta outras desvantagens. Se a informação for tornada num *public good*, para as firmas que devem promover a prestação de informação existe um custo decorrente do *free ride* e do *prisoner's dilemma*. A informação que prestam pode ser vantajosa pela publicitação de um projeto ou produto, mas pode também ter desvantagens quando se refira a determinadas áreas de negócio inovadoras se for aproveitada por terceiros como vantagem competitiva ou aproveitamento de segredos. Este facto pode ter dois efeitos: inibir a produção de informação, ou, aproveitar a informação que circula nas redes para manipular o público, fazendo-o apostar mais em efeitos tipo *reputação* e menos no *mérito*³¹.

Os dados empíricos mais recentes revelados pelas associações do sector não revelam a existência de grandes fraudes ou problemas de insolvência ou de deficiente funcionamento das Plataformas. Pelo contrário demonstram que existe um “autopoliciamento” feito pelos próprios investidores, em parte decorrente da confiança de redes (caso do *eBay* ou da *Amazon*), e em parte decorrente do *rating* que a multidão de investidores vai criando em fóruns/*fora* ou em *chats* da *internet*. Aí se publicitam e isolam os maus elementos ou os esquemas já conhecidos, com apoio das associações de *Crowdfunding*, numa espécie de auto-regulação³². No entanto, entre a liberdade de

³⁰ Acerca desta questão, MORITZ e BLOCK, 2015: 38-9

³¹ EASTERBROOK e FISCHER, 2002: 220.

³² Vd as regras de transparência e de *governance* criadas pela *European Crowdfunding Network* (ECN), e o seu Código de Conduta in <http://eurocrowd.org/about-us/code-of-conduct-2/>

financiamento e de investimento com menor transparência e o custo administrativo de alguma regulação para proteção dos investidores, há que criar uma ponte de confiança.

7. *Regulatory gap* e dilema regulatório.

As instituições públicas reguladoras dos mercados de capitais reconhecem o fenómeno *crowdinvestment* e aceitaram-no, com todas as suas vertentes de comunitarização, socialização, desintermediação e desregulação³³. A necessidade de financiamento da economia é real, tanto quanto o reconhecimento do crescimento económico inerente à ação das pequenas e médias empresas (PMEs), de projetos inovadores e de *start-ups*, e as dificuldades inerentes às instituições tradicionais.

Com efeito, o atual financiamento sucedâneo da banca e das ofertas públicas, dos denominados *business angels* ou de *capital venture firms*, quando não se dirige a empreendimentos que à partida têm quase 100% de certeza de lucro é a mais das vezes dirigido apenas a fases posteriores ao arranque da atividade. Ao contrário do que sucede na contratação padronizada inerente às ofertas públicas, os *business angels* conduzem uma contratação *hard, tailor made*, usufruem de isenções legais relativas ao lançamento de ofertas públicas (*infra*), e salvaguardam desde logo a sua posição de domínio. Exigirão a detenção da maioria do capital, ou a possibilidade de controlo da empresa e de interferir com as decisões de gestão importantes, impossibilitando ou desapossando os demais investidores do projeto e eventualmente da iniciativa³⁴. Serão um *sucedâneo* mas não uma verdadeira *alternativa* às ofertas pública ou à intervenção da banca.

Há por isso que encontrar um caminho entre a aplicação da regulação financeira da captação de financiamento pelo público, nascida no séc. XX, considerada *excessiva* para o *crowdinvestment*, e uma desregulação que sendo *necessária* à realidade económica e social seja igualmente *adequada* à proteção do mercado e dos investidores.

Estamos perante o que se denomina de *regulatory gap*. Existe uma atividade privada que deve poder ser prosseguida mas que, também pelo seu forte interesse e impacto públicos, implica uma necessidade de regulação pública. Encontrado um *regulatory gap* os reguladores têm de enfrentar o *regulatory dilemma*: fazer um balanço entre os interesses em causa; uma ponderação entre risco permitido e a proteção necessária; o *ratio* custo / benefício de eventual regulação; decidir *o que* regular, o *quantum* e o *modo*.

³³ Para uma visão global de 2006 a 2013, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, 2014, Eleanor Kirby e Shane Worner, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department (SWP3), in <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>

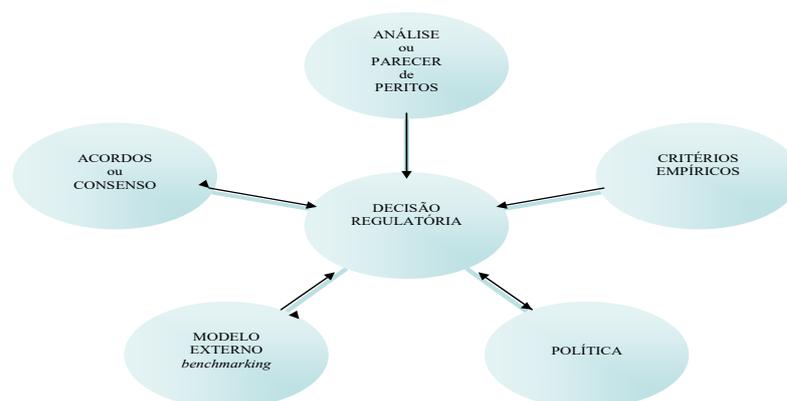
³⁴ A atividade dos *business angels* é claramente complementar ao *Crowdfunding*, assentando em prévias avaliações de risco em que pequenas *start-ups* apenas são apoiadas em casos de claro sucesso, existem acordos de exclusividade e de confidencialidade que quando prolongados no tempo manietam a inovação e procura de novas soluções ou de capital... Perante uma menor proteção legal de investidores com maior experiência, a via contratual é necessariamente utilizada pelos *business angels* o artigo de HORNUF e SCHWIENBACHER, 2014 in http://www.academia.edu/6486609/Crowdinvesting_Angel_Investing_for_the_Masses

Verificada uma necessidade ou lacuna, o procedimento concreto de regulação inicia-se com a determinação de uma “agenda” de onde consta a necessidade concreta, o problema organizacional ou institucional que a origina, e o fosso (*gap*) que traduz a realidade perante as expectativas das entidades. O passo seguinte será confrontar o problema com uma solução (*matching*), seguindo-se a necessária reorganização ou acomodação das estruturas à inovação pretendida. Finalmente temos a sua colocação em prática e “rotinização” ou monitorização, procedimento que pode ser confiado à organização do regulador ou a peritos.

Para prosseguir os seus fins, a autoridade de regulação dos mercados recorre a um instrumental funcional de poderes normativos e decisórios, e outras formas de intervenção pública legalmente conferida. As medidas regulatórias novas (*tool box*) restringem, influem ou condicionam a atuação dos diversos agentes económicos atentos fins pré-determinados (sempre balizados pela *equidade, eficiência, transparência, concorrência*).

Seguindo as orientações da OCDE, tradicionalmente os processos de *decision-making* assentam num *mix* de cinco categorias de métodos: *a) Expert*, em que a decisão é alcançada por ou através de reputados peritos, sejam reguladores ou terceiros; *b) Consensus*, em que um grupo de *stakeholders* define uma posição comum para os seus interesses; *c) Political*, em que decisores políticos podem intervir e decidir (no caso concreto coube à Assembleia da República o papel de *decision-making*); *d) Benchmarking*, quando a decisão decorre de um modelo, externo, *e) Empirical*, quando a decisão se baseia em critérios e análises que balizam e parametrizam a ação:

Fig.4. An overview of Regulatory Impact analysis in OECD Countries³⁵



“(…). Os passos seguidos no procedimento de *decision-making* vão da verificação e análise dos motivos do deficiente funcionamento de um mercado e

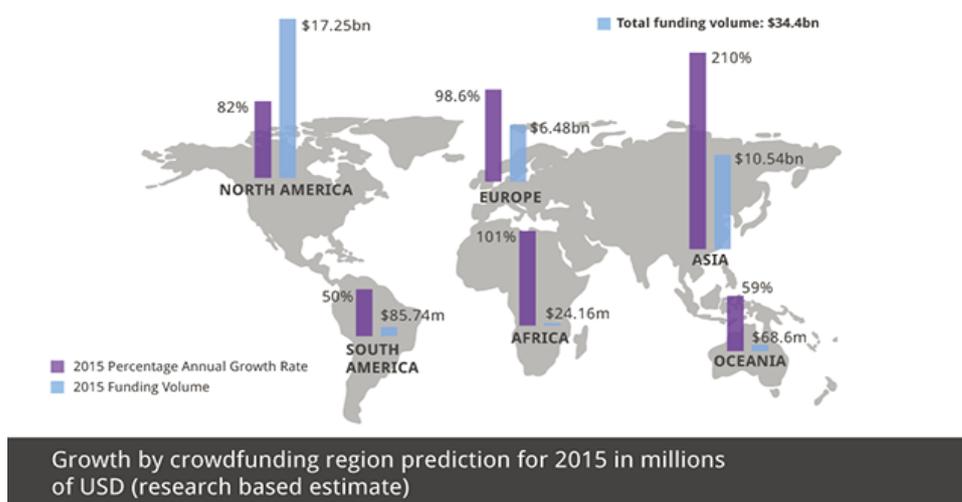
³⁵ “Recommendation of the Council of OECD on Improving the Quality of Government Regulation — Including the OECD Reference Checklist for Regulatory Decision-Making and Background Note”, Paris, 1995, [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?doclanguage=en&cote=OCDE/GD\(95\)95](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?doclanguage=en&cote=OCDE/GD(95)95)

possibilidades de o melhorar, passando pela possibilidade de consulta pública (*notice and comment*), até à fase final de monitorização da sua efetividade. Estas três fases englobam oito passos essenciais que constituem as *guidelines* de análise e elaboração de um *Impact Assessment* (...): 1) identificar o problema e sua relevância e risco para atingir os objetivos regulatórios; 2) decidir da necessidade e ponderar as soluções possíveis do problema; 3) definir os objetivos da intervenção; 4) ponderar o seu impacto e efeitos secundários; 5) fazer a comparação e balanço dos possíveis efeitos para identificar uma preferência de atuação; 6) consultar os *stakeholders* fornecendo-lhes a informação *supra*; 7) publicar os resultados da consulta e das medidas escolhidas, com o fundamento; e 8) aplicar e monitorizar a sua implementação. (...)”³⁶

Os reguladores tem assim de enfrentar algumas das questões mais prementes que decorrem do *crowdinvestment* num *gap* regulatório que fazia com que até 2012 nos países da OCDE este apenas existisse no Reino Unido, na Irlanda, na Suíça, na Holanda e na Austrália. Por todo o Mundo se tem tentado o *matching* possível, contruindo soluções que permitam resolver os problemas detetados. Por exemplo, minora-se o risco de fraude e de perda dos Investidores limitando o montante do seu investimento, individual e agregado, anual. Coloca-se sobre os ombros da sociedade gestora da Plataforma deveres sucedâneos aos da intermediação financeira na função de *investor protection*. O regulador determina o *que* o Beneficiário deve informar e/ou publicitar, *quando*, e *como*.

A regulação da atividade está a dar os seus primeiros passos mas o seu desenvolvimento e sucesso determinarão a necessidade de aperfeiçoamento mediante uma cuidadosa monitorização dos seus efeitos no decurso do tempo. Vejamos a realidade actual.

Fig. 5. Os EUA detêm a maior indústria de financiamento que, na modalidade de *lending-based*, tem duplicado anualmente.



Fonte: Massolution Crowdfunding Industry 2015 Report³⁷

³⁶ CATARINO, 2009: 248-252.

³⁷ Cfr. http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&path=0&product_id=54

8. A regulação do *crowdinvestment* nos EUA. O JOBS Act de 2012.

A atividade de *crowdfunding* alcançou enorme importância nos EUA e as primeiras iniciativas da sociedade civil colocaram imediatamente em ação o regulador financeiro (SEC). Tal como sucede na União Europeia, alguns dos serviços prestados pelas Plataformas encontravam-se legalmente reservados a bancos e *brokers-dealers*.

A forte regulação relativa ao lançamento de IPOs impõem um *registration statement* e informação inicial num *prospectus* (*Securities Act* de 1933), posteriormente complementada com regulação dos mercados secundários e a informação *ongoing* (*Securities Exchange Act* de 1934). Esta regulação (e a que se lhe seguiu nos EUA e na Europa) para combate às fraudes do início do séc. XX assentam numa filosofia de autorização através de *registro* público prévio de emissão de *securities* para a oferta e para a negociação em mercados organizados. É certo que o controlo prosseguido era de legalidade e não de mérito, ao contrário das *blue sky laws* criadas por cada Estado no início do século XX³⁸. Mas impôs-se a nível federal um *registration statement* e um *prospectus* que implicava a convergência e responsabilidade de várias profissões (são mais de três dezenas de peças a preencher pelo emitente, pelos colocadores e/ou subscritores, juristas, consultores económicos e financeiros, auditores, contabilistas).³⁹ Essencial era o princípio de *full disclosure* informativo (informação de tudo o que são *material facts*, aí incluindo matéria sobre os valores, a sociedade, a proposta, os acionistas e administradores), e do seu acesso e disseminação pelo público com a consequente responsabilidade (pela sua completude, objetividade, licitude, clareza e atualidade). Estes deveres foram sendo objeto de alteração e aperfeiçoamento, cabendo realçar os exigentes deveres decorrentes do Sarbanes-Oxley Act de 2002⁴⁰.

O enorme desenvolvimento do *crowdfunding* no Reino Unido e nos EUA não é alheio ao facto de as empresas financeiras perderem negócio num momento de crise económica e financeira nos EUA e na UE, em que a falta de liquidez foi seguida de medidas regulatórias contra cíclicas *vg* de reforço de capitais. O financiamento colaborativo deixou o seu “ninho” habitual (“por donativo” ou “com recompensa”) e ganhou enorme pujança enquanto *open call* para financiamento com emissão de *securities*. Mas a regulação das ofertas públicas era extremamente onerosa para pequenas empresas (PME) e *growth companies*, em termos de custo de *compliance* com as inúmeras regras legais existentes e de *fees* com os colocadores. Também a atividade se não

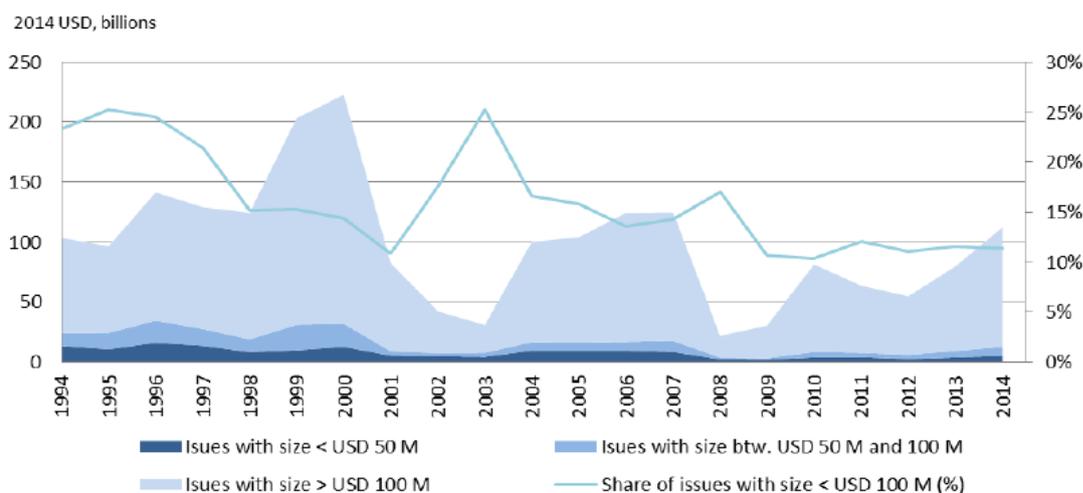
³⁸ O acréscimo de custo pelos registos em entidades reguladoras nacionais e o decorrente das *blue sky laws* fez com que a nova regulação federal ignorasse as pretensões regulatórias dos Estados — CATARINO, 2009: 80-88.

³⁹ Acerca da legislação que rege o mercado de *securities*, <https://www.sec.gov/about/laws.shtml#secact1933>

⁴⁰ HARTMAN *et al* 2007, in <https://www.foley.com/files/Publication/6202688d-ee-bc-42bc-8169-dfb14ef3ced/Presentation/PublicationAttachment/666c1479-ea9c-4359-bb07-5f71a18166f6/Foley2007SOXstudy.pdf>

coadunava com as isenções regulatórias constantes da denominada *Regulation A* do Act de 1933: ofertas intraestaduais (por natureza, a *internet* não se limita a um só Estado; ofertas não públicas por inexistência de solicitação pública, conforme *Regulation 504, 505 e 506*; ou ofertas com registo simplificado e mera *offering circular* (*infra*)⁴¹.

Fig.6. Cálculos efectuados pela OCDE de acordo com a Thomson Reuters⁴²



As ofertas públicas iniciais de montantes menos elevados são, nas economias mais desenvolvidas, de empresas não financeiras nem ligadas à energia ou indústria, telecomunicações, saúde e *high technology* — estas empresas detêm a maior parcela de montantes auferidos em IPOs superiores a US\$ 100M. Em países desenvolvidos ou emergentes cerca de 40% do total de IPOs de pequenas empresas, e de montante inferior a esta quantia, e ao contrário do que sucede em mercados emergentes, são na área da biotecnologia. Apesar de tudo diminuíram drasticamente: entre 1994-2000 IPOs inferiores a US\$ 100M representavam 19% do total obtido até que em 2014 era cerca de 11% (*figura 6*).

O financiamento destes empreendedores passou a ser obtido predominantemente através de ofertas privadas, usualmente subscritas por um banco, pelo próprio empreendedor ou pessoas relacionadas como amigos ou família, ou por investidores profissionais (*accredited investor*) detentores de poder financeiro (desde 1982, quem detém rendimentos anuais líquidos superiores a US\$1,000,000 é considerado *accredited investor*). As denominadas *Regulation A* e a *D* para ofertas públicas e particulares tinham sido criadas como isenções às regras gerais aplicáveis a grandes IPOs das grande “corporações” (um pouco como sucede na Diretiva dos Prospetos — *infra*), e

⁴¹ As emissões efetuadas ao abrigo das isenções são impressionantes, conforme se pode ver no estudo de IVANOV e BAUGUESS, 2012, in https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/acsec103111_analysis-reg-d-offering.pdf

⁴² Relatório OCDE de Setembro de 2015, disponível em <https://www.oecd.org/g20/topics/framework-strong-sustainable-balanced-growth/OECD-Growth-Companies-Access-to-Capital-Markets-and-Corporate-Governance.pdf>

embora possam facilitar a angariação às PMEs, não são úteis perante características como as do *crowdfunding*.

A *Regulation D* do Act de 1933⁴³ foi a mais utilizada pelas pequenas empresas, quer para evitar as regras de registo junto da SEC, quer para evitar que a empresa se torne pública (*public* no sentido de sociedade de subscrição pública ou sociedade aberta, conforme os conceitos que o legislador nacional tem utilizado). A oferta é traduzida numa *private placement*, desde que feita sem publicidade ou angariação, ou feita junto de *accredited investors* (se o empreendedor a eles tiver acesso)⁴⁴. A *Regulation D* contém uma série de importantes *Rules*, nomeadamente as 504, 505 e 506 que isentam das regras gerais das ofertas públicas a angariação: até um máximo de US \$1M (*Rule 504*), mas sujeitas às restrições sobre publicidade e solicitação genérica (vd *Rule 147* e 506 (b). 2. (ii), a menos que dirigidas a *accredited investors* (*Rule 501*); as *Rules 505* e 506 permitem isentar uma oferta até US\$ 5M, se dirigida a um máximo de 35 *unaccredited investors* e indeterminado de *accredited* (*Rule 505*)⁴⁵. A isenção decorrente da *Rule 506* permite angariar um montante maior, mas contém maiores exigências como um dever de registo simplificado (traduz-se num mero *filing* através do preenchimento do conhecido Formulário ou *form D*), os valores (*securities*)⁴⁶ emitidos têm um período de indisponibilidade (um ano) e a informação fica parcialmente dependente da emitente⁴⁷. As isenções descritas aproveitam sobretudo aos investidores profissionais como os bancos ou *business angels* (*accredited persons*)⁴⁸.

A *Regulation A*, menos utilizada, oferece simplificação ao regime geral das ofertas públicas cujos montantes não excedem os US\$5 M no período de 12 meses. Implica um registo simplificado (*mini-registration*) e uma *offering circular* com menor informação que a constante de um prospeto, podendo dispensar-se o emitente de contas auditadas e dos deveres posteriores de prestação de informação periódica do Act de 1934. Além de assim se conter os custos (mesmo assim elevados), existe ainda a vantagem de não existir restrições na angariação (não está limitada aos investidores com uma prévia relação anterior)⁴⁹.

⁴³ Cfr. <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-regdhtm.html>

⁴⁴ A noção de *accredited investor* consta da *Rule 501* da *Regulation D* do Act de 1933, *Accredited investors are generally institutions as well as individuals who regularly earn over \$200,000 a year in income (or \$300,000 with a spouse) or have a net worth, not including their primary residence, of over \$1 million* <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=8edfd12967d69c-024485029d968ee737&r=SECTION&n=17y3.0.1.1.12.0.46.176>. Vd também as FAQs da SEC in <http://www.sec.gov/answers/accred.htm>

⁴⁵ Para uma visão completa das regras constantes da *Rule 505* <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule505htm.html>

⁴⁶ A noção de *securities* é vasta, sendo relevante a “noção” dada em 1946 pelo Supremo, para efeito do Securities Act de 1933 no caso *SEC vs W.J. Howey Co.* 328 U.S. 298: *any contract that is (1) an investment of money (2) in a common enterprise (3) with an expectation of profits (4) arising solely from the efforts of a promoter or third party* — <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>

⁴⁷ Para uma visão completa das regras constantes da *Rule 506* cfr. <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule506htm.html>

⁴⁸ *Section 2 (a) 15 e 4 do Securities Act de 1933*, <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>

⁴⁹ FINK, 2012, 14.

Alternativas ao recurso a empréstimos bancários dificilmente concedidos a empresas pequenas sem historial contabilístico, estas ofertas estão, ainda assim, sujeitas a uma série de condições intrincadas e custos que na prática as limita à colocação junto dos denominados *accredited investors* (colocação particular, sem qualquer publicitação)⁵⁰.

O JOBS Act federal de 5 de abril de 2012, denominado *Jumpstart our Business Startups Act* ou JOBS Act, foi uma iniciativa federal que originou intenso debate após a sua apresentação em 2011⁵¹. Previu uma nova exceção para as ofertas públicas até US\$ 1M (desde logo no *registration statement* e na prestação *ongoing* de informação), feitas pela internet, e tomou medidas destinadas a prevenir a fraude na angariação de capital. O Título III do JOBS Act — denominado de *Crowdfund Act* — tem o título de *Capital Raising Online while Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act*. Aprovado pela *House of Representatives* e pelo Senado, a SEC ficou incumbida de um pesado encargo de *investor protection* sem excesso de regulação, dadas as necessidades de desregulação desta nova atividade — o que pouco agradava à então Presidente, Mary Shapiro.

Nos termos do *Administrative Procedure Act* de 1946 (APAct), *Section 553*⁵², o Projeto de regulamentação da SEC foi publicado no *Federal Register* para consulta pública, debate e negociação. Após consulta pública este seria aprovado em 30 de outubro 2015 e entrou em vigor em 2016 (uma parte em 29 de janeiro de 2016 e a generalidade em 16 de maio de 2016)⁵³.

A nova regulação federal criou quatro novas instituições, como as “emerging growth company” (EGC), qualificação dependente, *i.a.* dos seus lucros anuais, ou da existência de emissões anteriores, e uma nova isenção federal para o *crowdfunding* mediante adaptação das regras gerais sobre solicitação constantes da *Rule 506 (C)* da *Regulation D* e a *Regulation A*. A definição EGC do Eurostat visa *all enterprises with average annualised growth greater than 20% per annum, over a three year period should be considered as high-growth companies, Growth can be measured by the number of employees or by turnover* mas o JOBS Act define-as como uma emitente que teve um total anual de receita bruta de menos de US\$ 1 bn durante o ano fiscal completo.

⁵⁰ IVANOV, e BAUGUESS, 2012, in http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/acsec103111_analysis-reg-d-offering.pdf

⁵¹ Acerca do debate e das sucessivas iniciativas, FINK, 2012: 10-23.

⁵² “O Negotiated Rulemaking Act de 1990 permite que, após aviso de proposta de regulamentação num *Federal Register* (<http://www.gpoaccess.gov/fr/>), se entabulem negociações formais com interessados. *General notice of proposed rule making shall be published in the Federal register, unless persons subject thereto are named (...). The notice shall include — (1) a statement of the time, place and nature of public rule making proceedings; (2)... (3) ... c) After notice required by this section, the agency shall give interested persons an opportunity to participate in the rule making through submission of written data, views, or arguments with or without opportunity for oral presentation (...)* — CATARINO, 2009: 381.

⁵³ Entre Outubro de 2013 e Fevereiro de 2014 foi objeto de consulta pública um *paper* da SEC sobre o Título III, Rel. No. 33-9470 (Oct. 23, 2013) [78 FR 66427 (Nov. 5, 2013)] (the “Proposing Release”), disponível em <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>. Estas foram adotadas em 30Out2015 para vigorar em 2016, cfr <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>. Acerca do procedimento, para além da História do processo vertida na introdução à regulamentação da SEC, vd o *Pressrelease* disponível in <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>

O JOBS Act de 2012 veio tornar possível uma oferta pública interestadual desde que as empresas a financiar sejam americanas (o Act apenas se refere ao mercado primário) e não se coloque em relação direta o investidor e o beneficiário. Tem de ser executada através de um intermediário financeiro (*broker*) a que juntou um novo instituto: o portal electrónico (*funding portal*⁵⁴). Este deve ser previamente registado na SEC (*Form Funding Portal*) e membro de uma associação profissional (*Financial Industry Regulatory Authority* ou FINRA). Em alternativa a oferta pode ser executada através de um *broker-dealer* registado na SEC. Ao contrário do *funding portal*, este pode fazer consultoria, formular recomendações, fazer angariação, deter fundos e valores mobiliários, enquanto o *portal* apenas pode servir de canal de comunicação entre as partes, contendo a maioria uma espécie de *chat room* para os clientes.

Os intermediários assumem uma enorme responsabilidade nestas ofertas, nomeadamente no que respeita à função de *compliance* da oferta com a regulação federal. O intermediário financeiro ou o detentor da Plataforma (*funding portal*) tem de evitar conflitos de interesses e é-lhe proibida a subscrição própria. São instituídos deveres de segregação patrimonial, de zelo e de garante face a ofertas que possam parecer fraudulentas, mas também de informação e educação financeira dos investidores sobre o *meio*, os *serviços* e os *instrumentos* disponibilizados. Assegura a prestação de informação ao investidor, *vg* as advertências sobre a falta de liquidez dos valores (as emissões são usualmente pequenas e existe a impossibilidade de revenda durante um ano, exceto se o adquirente for o emitente ou alguns investidores específicos) e sobre os riscos inerentes a esta modalidade de ofertas⁵⁵. No final, ainda tem de obter informação sobre os investidores (dos *non accredited investors*), certificar os seus meios económicos e aferir da sua compreensão sobre o investimento e os riscos, garantindo que o montante a angariar de investidores não profissionais (*retail investors*) nunca seja superior a US\$1M dólares⁵⁶. O Act contém uma norma denominada de *catch-all provision* (na realidade uma espécie de habilitação regulamentar em branco), de *meet such other requirements as SEC the may, by rule, prescribe, for the protection of investors and in the public interest* (§ 77d–1(a)(12) do *United States Code*, USC).

⁵⁴ *The funding portal is limited to putting buyers and sellers together (i.e., acting as an intermediary), and may not: “(A) offer investment advice or recommendations; (B) solicit purchases, sales, or offers to buy securities offered or displayed on its website or portal; (C) compensate employees, agents, or other persons for such solicitation or based on the sale securities displayed or referenced on its website or portal; (D) hold, manage, possess, or otherwise handle investor funds or securities; or (E) engage in such other activities as the Commission, by rule, determines appropriate — Section 4(a)(6) do Securities Act de 1933 e Section 3(a)4 e 3 (a)(80) do Securities Exchange Act de 1934.*

⁵⁵ Os deveres deste novo intermediário foram regulamentados pela SEC, acessíveis in <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>

⁵⁶ A Section 4 do *Securities Act* de 1933 foi alterada para que (...) (6) *transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer), provided that— ‘(A) the aggregate amount sold to all investors by the issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, is not more than \$1,000,000 (...)* No caso de ter contas auditadas pode o montante ser o dobro.

Existem também condições a que os investidores se encontram sujeitos, para os proteger da desregulação. Para cada indivíduo, por projeto ou total agregado de projetos, num período de 12 meses, o teto máximo de investimento são US\$100,000. O valor em concreto depende do seu rendimento líquido anual: *i)* se for inferior a US\$100,000, poderá investir US\$2,000 ou 5% do rendimento anual líquido — o maior destes valores; *ii)* se for igual ou superior a US\$100,000, 10% do seu salário anual até ao teto máximo geral (*supra*).

Quanto aos beneficiários ou entidades a financiar, sem afastar as anteriores isenções, as alterações legislativas impõem a necessidade de um registo prévio (que tem o sentido de mero *filing*) — embora não tenha derogado as anteriores isenções ao regime geral das ofertas públicas⁵⁷. Existem outras condições, como de intermediação necessária por uma entidade autorizada que tem responsabilidades na informação (*disclosure*) a prestar. Existem requisitos de informação iniciais e *ongoing* (*i.a.* identificação legal do emitente, identificação pessoal e experiência dos seus dirigentes, de titulares de participações que confirmam mais de 20% dos direitos de voto, montante a angariar e tempo da colocação, situação financeira e fiscal dependendo do montante da oferta, descrição da atividade e *business plan*, resultado da operação, relatos financeiros posteriores, anuais⁵⁸).

As novas isenções e institutos não são pacíficas. São consideradas por uns como parte do “American zeal for get-rich-quick schemes” ou contraponto ao favorecimento crónico de grandes investidores face às maiores IPOs⁵⁹; outros consideram-na uma forma de desregulação do mercado ao nível da prestação e informação e de prevenção da fraude perniciosa aos investidores (relembrando os *boiler rooms* dos anos 90 e a indústria de *insider trading* e de falsa informação financeira desenvolvida por investidores qualificados perante investidores não profissionais na década de 80).

9. A regulação do *crowdfunding* perante o “acquis” Comunitário financeiro.

A União Europeia também sentiu a necessidade de acompanhar esta inovação financeira, dada a crise bancária e as suas consequências nefastas sobre empresas dependentes de financiamento ou crédito bancário — sobretudo as PME. O comprovado efeito económico fez com que na Áustria, França, Alemanha, Itália, Holanda, Espanha e Reino Unido existissem desde 2014 Plataformas autorizadas a operar através de intermediários financeiros e agentes vinculados cobertos pela Diretiva de 2004 relativa aos mercados de instrumentos financeiros — de ora em diante designada

⁵⁷ Rule 506 da Regulation D e parág 4º(2) Securities Act

⁵⁸ A informação financeira a prestar aos investidores depende do montante a angariar, mas acima de 500.000,00 dólares é necessário a prestação de contas auditadas — *vd* parag 4A(b) do *Securities Act* de 1933.

⁵⁹ Uma das queixas típicas do sistema norte-americano como o que sucedeu recentemente com a IPO do Twitter, colocado primacialmente pelos colocadores junto dos melhores clientes — NESLUND, 2014: 32.

MiFID⁶⁰. O estudo elaborado pelo regulador europeu do mercado financeiro, *European Securities and Markets Authority* (ESMA), em 2015, revela que existiam pelo menos 46 Plataformas a operar na União cujos principais serviços eram a receção e transmissão de ordens sobre instrumentos financeiros; 18 delas sob o regime MiFID; uma sob o regime AIFMD; 15 no âmbito das regulações nacionais criadas ao abrigo da isenção do art. 3º da MiFID; 12 operadas por agentes vinculados⁶¹.

O Plano do Presidente Juncker e da Comissão Europeia para o fomento do mercado de capitais — o *Capital Market Union Action Plan* — é bastante assertivo na admissão de meios de financiamento da economia diversos do típico financiamento bancário, desde as diversas formas de *shadow à banking Financial Technology* (FinTech)⁶² — incluindo o *crowdinvestment*⁶³. O Parlamento Europeu pronunciou-se favoravelmente a este último em diferentes Resoluções (i.a. de 9 de Julho de 2015⁶⁴ e de 19 de Janeiro de 2016⁶⁵), buscando-se agora vias de harmonização Comunitária. Mas todas as instituições compreendem as dificuldades e perigos daí decorrentes pelo que a sua aproximação tem sido cautelosa; elaboram-se estudos, opiniões, avisos e recomendações, mas deixa-se aos Estados-membros uma regulação desta atividade fora da regulamentação financeira relevante⁶⁶.

Tal como sucede nos EUA, existe regulamentação Comunitária com impacto no *crowdfunding* dado que alguns serviços e parte da atividade a realizar pela Plataforma se encontram há muito sob reserva legal de regulação financeira. As ofertas públicas para comercialização de instrumentos financeiros cobertos pela MiFID encontram-se

⁶⁰ Diretiva 2004/39/CE, PE e Conselho, 21Abr2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

⁶¹ Dados retirados do *paper* da ESMA, *Investment-based crowdfunding Insight from regulators in the EU*, 13Mai2015, ESMA/2015/856 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf

⁶² Nas palavras da Comissão Europeia, FinTech traduz-se em “transforming capital markets by bringing new market players and more efficient solutions, increasing competition, and lowering costs for businesses and investors. Examples of financial innovations that can make the EU capital markets broader and deeper include: crowdfunding and other alternative funding tools (...) and the possible application of block chain technology(...)”, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

⁶³ Após a elaboração de um *Green Paper* discutido pelos *stakeholders* europeus com grande intervenção e levantamento de questões importantes — cfr. http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm — a Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social e ao Comité das Regiões, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468/2, 30.09.2015.

⁶⁴ Resolução do Parlamento Europeu de 9Jul2015, *Building a Capital Markets Union* (2015/2634(RSP)) disponível em <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0268+0+DOC+XML+V0//EN>

⁶⁵ Resolução do Parlamento Europeu de 19Jan2016, *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* (2015/2106(INI)), disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-2016-0006&language=EN&ring=A8-2015-0360>

⁶⁶ Para uma visão atual do estado da arte em 25 Estados Europeus, *Current State of Crowdfunding in Europe*, in http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEPR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf

reguladas na União Europeia pela denominada Diretiva dos Prospetos (arts. 1 (1) e 2 (1) a)⁶⁷. É essencial a aplicação a estas operações do referido princípio de *full disclosure*: deve ser aprovado e disponibilizado um documento (“prospeto”) com informação financeira e não financeira, completa, objetiva, clara, lícita e atual, pela empresa que pretende recorrer ao público em geral para obter capital (ou a sua admissão a um mercado regulamentado) — arts. 114º e 134º CodVM.

A noção de oferta pública foi objeto de harmonização em toda a União dados os seus efeitos jurídicos, e a oferta é pública sempre que se verifique “uma comunicação ao público, independentemente da forma e dos meios por ela assumidos, que apresente informações suficientes sobre as condições da oferta e os valores mobiliários em questão, a fim de permitir a um investidor decidir sobre a aquisição ou subscrição desses valores mobiliários” (definição igualmente aplicável à colocação de valores mobiliários através de intermediários financeiros — art. 2º, nº1 b) da Diretiva). O regime nacional assenta no seguinte pressuposto: é pública uma oferta dirigida total ou parcialmente, a pessoas indeterminadas por não previamente identificadas ou porque feita por meios de comunicação pública, ou precedida de contactos públicos (art. 109º, nºs 1 e 2, e 3, c) CodVM)⁶⁸.

A atividade típica de *crowdfunding* cabe nesta definição, sendo por isso fundamentais as *isenções* previstas na Diretiva. Dadas as necessidades de desregulação que lhe subjazem, é com base em tais isenções que a atividade de financiamento colaborativo tem prosperado nos Estados da União. Exclui-se de extensos deveres legais a oferta que:

- i) seja dirigida unicamente a investidores qualificados (profissionais); e/ou
- ii) seja dirigida a menos de 150 pessoas, por país da UE, que não sejam investidores qualificados (indivíduos ou pessoas coletivas);
- iii) seja dirigida a investidores que adquirem valores mobiliários por um valor mínimo de 100,000 euros por investidor;
- iv) diga respeito a valores mobiliários (ações ou obrigações) cujo valor nominal unitário ascenda a pelo menos 100,000 euros;
- v) e/ou com um valor total na União inferior a 100.000 euros.

Tão ou mais importante que as *isenções* é o *limite* previsto na alínea h) do nº2 do art. 1º da Diretiva: esta não se aplica quanto aos valores mobiliários incluídos numa oferta cujo valor total na União seja inferior a 5,000,000 EUR, a calcular ao longo de um período de 12 meses (111.º, alínea i), sem prejuízo do disposto no número 3). Os Estados têm aproveitado estas isenções bem como a discricionariedade de decidirem

⁶⁷ Diretiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003. Para uma visão completa sobre a Diretiva dos Prospetos, suas alterações, iniciativas em curso vg no âmbito de PME, cfr a informação disponível em http://ec.europa.eu/finance/securities/prospectus/index_en.htm Igualmente importante é o Livro Verde sobre a União do Mercado de Capitais, “Construção de uma União dos mercados de capitais» COM(2015) 63 final de 18 de fevereiro de 2015, acessível em http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=uriserv:2405_4

⁶⁸ Existem outros critérios que não abordaremos, como o da qualidade da emitente e do âmbito dos seus destinatários, arts. 13º e 109º, nº3, a) CodVM.

da necessidade de prospeto entre estes limiares. É que, para além da eventual necessidade de um oneroso Prospeto (arts. 108º e 109º e 114º CodVM), existem mais custos inerentes a uma oferta pública, como a necessidade de contratar um intermediário financeiro para a colocação (art. 113º CodVM), ou a assunção *ipso jure* pelo emitente do estatuto nacional de sociedade aberta (anteriormente designadas por sociedade *com* ou *de* subscrição pública, arts. 313º CSC)⁶⁹

A assunção deste estatuto privado-público de sociedade aberta também implica a aplicação de um verdadeiro Direito Económico, *vg* por via do CodVM, arts. 13º, alínea b, (em conjugação com os arts. 111.º e 109º). A sociedade, os seus acionistas e corpos sociais são imbuídos de uma série de deveres legais públicos que implicam, *inter alia*, a responsabilidade pelo cumprimento de deveres de prestação de informação sobre a vida da sociedade e os detentores de participações qualificadas e membros dos órgãos sociais (arts. 16º a 19º), um regime preceptivo de lançamento de ofertas públicas de aquisição (arts 187º ss), ou de divulgação de factos ou de informação em Assembleias Gerais e/ou acordos parassociais (arts. 22º ss).

Este estatuto contraria a especificidade das atividades de *crowdinvestment*, pelo que o legislador deverá elaborar regulação dentro dos limites da Diretiva dos Prospetos. Existe igualmente uma diferença sistemática e dogmática entre as denominadas “sociedades abertas” e as *public limited company* e *private limited company* que obrigará o legislador a repensar o atual regime nacional das primeiras⁷⁰.

A par dos limites regulatórios à atividade de angariação pública de financiamento, outros limites legais existem à atividade de *crowdfunding*. Quando a Plataforma intermedeia os negócios entre os Investidores e o Beneficiário, informa e publicita os projetos em curso, não pode atuar frente ao público em nome e por conta do beneficiário ou entidade a financiar, p.e. procedendo a empréstimos ou à coleta de fundos reembolsáveis e constituição de depósitos. Esta atividade é legal e tipicamente exclusiva de instituições de crédito, e implica que uma sociedade comercial obtenha uma autorização prévia e registo junto do Banco de Portugal (BP) — sujeita a exigentes requisitos legais. Estamos perante atividades vedadas a outro tipo de empresas que pretendam intermediar os interesses dos investidores e dos beneficiários no *crowdinvestment* (arts. 4º, nº1, als a) a c) e 8º, nº1 RGICSF⁷¹, e arts. 4º, nº1, 1 da CRR, e 9º da CRD IV⁷²).

⁶⁹ Sociedades com subscrição pública seriam aquelas que se constituíram ou aumentarem o seu capital com apelo à subscrição pública, procederam a ofertas públicas (de subscrição, de venda ou de troca), ou aquelas cujas ações se encontravam admitidas à cotação em bolsa ou mercado regulamentado (arts. 279º ss CSC, 13º, 178º, 108º-9º CodVM). Acerca dos conceitos de sociedades com e de subscrição pública, e sociedades abertas e suas dessintonias decorrentes das sucessivas alterações legislativas, *vd* a descrição da evolução histórica em CÂMARA, 2009: 521-544.

⁷⁰ ARMOUR et al. 2009, 17.

⁷¹ Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro — <https://www.bportugal.pt/pt-PT/Legislacaoenormas/Documents/RegimeGeral.pdf>

⁷² Regulamentos UE nº 575/2013, 27Jun, e 648/2013 — CRR —, e art. 9º da Diretiva 2013/36/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26Jun — CRD IV — *Capital Requirements and Regulation Directive*

O mesmo se diga das atividades que se traduzam na prestação de serviços de pagamento. Existe uma reserva de atividade para as instituições de crédito e instituições de pagamento, e também para a prestação dos serviços de pagamentos, porque sujeita a autorização e registo administrativo do BP e uma série de requisitos organizacionais, prudenciais e comportamentais. A aplicação da Diretiva dos Serviços de Pagamento⁷³ vertida no DL nº 317/2009, de 30 de Outubro, impede uma Plataforma de angariar e deter estes fundos, a título profissional, ou de prestar o serviço de recepção de fundos e de pagamento, ou conceder crédito decorrente de eventual *décalage* entre uma ordem de aquisição e o depósito do numerário (em instituição autorizada). A Plataforma deve contratar uma instituição de crédito ou de pagamentos que possa realizar tais serviços — cfr a *Opinion* da Autoridade Bancária Europeia (EBA)⁷⁴.

Finalmente, e a menos que a Plataforma tenha uma forma societária, detenha uma autorização administrativa para realizar algum dos serviços de investimento cobertos pela MiFID — assumindo a natureza de intermediário financeiro ou sendo um seu agente vinculado —, na atividade de recolha de capital para o beneficiário está-lhe vedado aceitar e executar ordens de compra e de venda sobre instrumentos financeiros, em nome próprio ou em nome e por conta de clientes, ou proceder ao seu registo ou depósito. Está-lhe igualmente vedado colocar e tomar firme emissões, angariar clientes e prestar serviços de consultoria para investimento ou fazer recomendações aos investidores que a ela acorrem (art. 4º, nº1, da diretiva MiFID, e seu Anexo I, Secção A⁷⁵). Também aqui a Plataforma deve contratar um intermediário financeiro registado na CMVM que lhe preste tais serviços.

Atenta a preceptividade da regulação comunitária e o grau de harmonização máxima (que permite a existência de passaporte comunitários decorrente do reconhecimento transnacional de atos administrativos nacionais), alguns Estados legislaram, como na Diretiva dos Prospetos, no âmbito das isenções e derrogações da MiFID (*i.a.* art. 2º, nº1, al. d), j), art. 3º). No entanto, o regime especial criado é muito restrito dado ser *paralelo* com a prestação de serviços de investimento. Por exemplo, não é pacífico se a atividade típica das Plataformas no contacto com os investidores no âmbito de uma oferta se traduz na recepção e transmissão de ordens ou de meras intenções: pode defender-se que a Plataforma apenas coloca em contacto os investidores e o beneficiário, mas a definição de execução de ordens adotada pela autoridade comunitária (ESMA) é demasiado lata para isenções — *acting to conclude agreements to buy or sell one or more financial instruments on behalf of clientes* (art. 4º, nº4 MiFID).

⁷³ Diretivas nºs 2007/67/CE, do PE e do Conselho, 13Nov2007 e nº 2015/2366, do PE e do Conselho que entrarão em vigor em 13Jan2018.

⁷⁴ A *Opinion* da *European Banking Authority* (EBA) sobre *lending-based crowdfunding* e necessidade de harmonização legislativa encontra-se disponível em [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf)

⁷⁵ Diretiva 2004/39/CE, PE e Conselho, 21Abr2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros MiFID I. Vd também o *Advice* da *European Securities Market Authority* (ESMA), *Investment-based Crowdfunding*, de 18Dez2014, (ESMA/2014/1560) da https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf

Na dúvida sobre a atividade em concreto, o regulador utiliza indicadores para saber (i) se estamos perante uma mera receção e transmissão de intenções ou de manifestações de interesse (propostas) e não de ordens (declarações de vontade perfeitas)⁷⁶, avaliando o papel da Plataforma na cadeia; (ii) se o acordo Investidor-Beneficiários é concluído fora da Plataforma; (iii) se a Plataforma reconduz as ordens recebidas para um terceiro, ou que tipo de relação a Plataforma enceta com o seu cliente/investidor.

No âmbito da prestação obrigatória de informação, a Plataforma também não pode exercer a atividade de consultoria para investimento, serviço de investimento reservado aos intermediários financeiros. Veremos que os diversos regimes nacionais obrigam à obtenção, prestação e transmissão de informação aos investidores, atividade que pode ser confundida pelos próprios como aconselhamento para investir. Este é um ponto-chave do dilema regulatório porque a necessidade de explicação de um investimento em concreto é essencial e nem sempre a resposta a um pedido de informação sobre um projeto concreto disponibilizado pela Plataforma traduz uma “prestação de aconselhamento personalizado a um cliente” (art., 4º, nº1, (5) MiFID)⁷⁷. A prestação ou exposição objetiva de factos ou de uma situação de facto, sem propostas de conduta ou exortação a uma conduta, é mera prestação de informação. Um conselho é “uma opinião que se emite sobre o que convém fazer, um parecer, um ensinamento”; etimologicamente aconselhar tanto é “avisar” como “convencer, preconizar, sugerir” (Dicionário da Língua Portuguesa, da Porto Editora)⁷⁸. No conselho (e na sua sub-espécie recomendação que se distingue pela intensidade), existe uma intenção de determinar alguém a algo, contendo “um juízo de valor acerca de um ato futuro do aconselhado, em regra ligado a uma explicação”⁷⁹.

⁷⁶ *Advice da European Securities Market Authority (ESMA) supra citado, relativo a Investment-based Crowdfunding, de 18Dez2014, a pp. 16-17*

⁷⁷ *A Diretiva de implementação, nº 2006/73/CE, de 10Ago2006, é clara no seu art. 52º quando estatui, relativamente ao investment advice, que for the purposes of the definition of ‘investment advice’ in Article 4(1)(4) of Directive 2004/39/EC, a personal recommendation is a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or potential investor. That recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the following sets of steps: a) to buy, sell, subscribe for, exchange, redeem, hold or underwrite a particular financial instrument; b) to exercise or not to exercise any right conferred by a particular financial instrument to buy, sell, subscribe for, exchange, or redeem a financial instrument. A recommendation is not a personal recommendation if it is issued exclusively through distribution channels or to the public.*

⁷⁸ *A supra citada Diretiva nº 2006/73/CE estatui também que Advice about financial instruments given in a newspaper, journal, magazine or any other publication addressed to the general public (including by means of the internet), or in any television or radio broadcast, should not be considered as a personal recommendation for the purposes of the definition of ‘investment advice’ in Directive 2004/39/EC*

⁷⁹ *Dar um conselho “significa dar a conhecer a uma outra pessoa o que, na sua situação, se considera melhor ou mais vantajoso e o próprio faria se estivesse no seu lugar, a que se liga a exortação (...) no sentido de aquele que recebe o conselho agir (ou se abster) de forma correspondente”, SINDE MONTEIRO, 1989:14.*

A versão inglesa da MiFID é bastante mais concreta: constitui-se com *the provision of personal recommendations to a client*. Pressupondo um aconselhamento personalizado a um cliente relativo a transações sobre instrumentos financeiros, no aconselhamento personalizado é apresentada uma recomendação “adequada para essa pessoa ou baseada nas circunstâncias relativas a essa pessoa com vista à tomada de uma decisão de investimento” (art. 294º CodVM) — serviço reservado a intermediários financeiros.

Na maioria dos casos também estarão afastadas da atividade da Plataforma as verdadeiras “recomendações” para investimento ou “estudos de investimento e análise financeira”, do Anexo I, secção B, Serviços Auxiliares, 5), da MiFID (arts. 12º-A a 12º-E CodVM). Enquanto serviço de investimento a tónica do *research* ou análise financeira é colocada sobre a elaboração e o conteúdo material e objetivo do estudo publicitado e explicitação da sua natureza⁸⁰.

A classificação da Plataforma e da sua atividade varia por isso de Estado para Estado⁸¹. A entidade que pretende gerir a Plataforma pode portanto ser uma sociedade financeira ou uma instituição de crédito, com uma autorização MiFID; pode atuar ao abrigo de um regime nacional que tenha em conta a isenção da alínea d), do art. 3º, da MiFID; pode ser um agente vinculado de uma empresa de investimento; ou pode ser vir a ser diretamente autorizada como empresa de investimento para efeitos da MiFID. Não esqueçamos que este âmbito e limite regulatório é afastado quando não estejamos perante instrumentos financeiros MiFID, conforme art. 4º, nº1, (17) e (18) e Anexo I, Secção C⁸².

⁸⁰ O art. 24º da Diretiva 2006/73/CE estatui que *investment research’ means research or other information recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning one or several financial instruments or the issuers of financial instruments, including any opinion as to the present or future value or price of such instruments, intended for distribution channels or for the public, and in relation to which the following conditions are met: a) it is labelled or described as investment research or in similar terms, or is otherwise presented as an objective or independent explanation of the matters contained in the recommendation; b) if the recommendation in question were made by an investment firm to a client, it would not constitute the provision of investment advice for the purposes of Directive 2004/39/EC. 2. A recommendation of the type covered by Article 1(3) of Directive 2003/125/EC but relating to financial instruments as defined in Directive 2004/39/EC that does not meet the conditions set out in paragraph 1 shall be treated as a marketing communication for the purposes of Directive 2004/39/EC and Member States shall require any investment firm that produces or disseminates the recommendation to ensure that it is clearly identified as such (...)-*

⁸¹ *Commission Staff Working Document on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, de 3Mai2016, in http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf

⁸² *Vd também a Opinion da European Securities Market Authority (ESMA)*, de 18Dez2014, ESMA/2014/1378, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf. A Opinião da ESMA é de que os instrumentos emitidos como as ações, obrigações ou instrumentos híbridos, não tendo um mercado secundário nem liquidez, serão considerados como complexos para efeitos de aplicação do *appropriateness test*, segundo o art. 19º, nº6 da MiFID-

A denominada MiFID II⁸³ que será transposta até 3 de julho de 2017 e entrará em vigor no dia 3 de Janeiro de 2018, não contradiz o que afirmámos sobre serviços de investimento delimitados pelos instrumentos financeiros.

10. A regulação do *Crowdinvestment* pelos Estados-membros da União⁸⁴.

Na admissão desta atividade em diversos Estados-membros da União Europeia pode ser adotada uma posição rígida como foi a decisão inicial da Finlândia, entendendo que as Plataformas serão necessariamente intermediários financeiros. Mas Estados como a Itália, a França, a Alemanha, a Espanha, o Reino Unido ou Portugal, aceitaram a atividade paralela ao mercado bancário e financeiro, através de regulação nacional balizada pelos limites e isenções da regulação financeira e bancária citada.

A **Itália** foi o primeiro Estado a adotar legislação especial. A atividade de *crowdfunding* foi vista como uma forma de salvar, no meio do *tsunami* financeiro que varreu economias soberanas, monumentos únicos no Mundo e classificados pela Unesco. A privatização de parte de um Estado representativo do Barroco, preconizada pelo ex-Primeiro Ministro Berlusconi, tivera um mau acolhimento, e o *Decreto Legge n. 179/2012, de 20 de Outubro* (denominado de *decreto crescita 2.0*) veria a luz do dia para alterar o *Testo Único della Finanza*. Mais do que o reconhecimento, a necessidade de meios de crescimento e desenvolvimento da economia como o *crowdfunding* foram claramente assumidos, criando-se no *Testo Único* uma secção especialmente dedicada às denominadas *start-ups innovativa* — Secção IX, *Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative*, arts. 25-32⁸⁵. A *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* — CONSOB, aprovaria a regulamentação do *Decreto Legge n. 179*, convertido com a “legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221”, sob epígrafe “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” (também conhecido como “Decreto crescita bis”)⁸⁶.

Estatuiu-se a possibilidade de angariar do público financiamento, sem prospecto, até um limite máximo de 5,000,000 Euros, exclusivamente via *internet*. Os beneficiários terão de ser empresas inovadoras destinadas a fomentar o desenvolvimento

⁸³ Vd também a Diretiva 2014/65/EU, do PE e do Conselho, de 12Jun2014, e Regulamento nº 600/2014/ de 15Mai2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que entrará em vigor em 3 de janeiro de 2018 (MiFID II), art. 4º, nº 1 (15), Anexo 1, Secções A a C. — http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm

⁸⁴ Uma visão global actual pode ser obtida pela consulta do Relatório *Current State of Crowdfunding in Europe*, in https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxE-PR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf

⁸⁵ Acerca desta inovadora legislação, que procurava o financiamento de empresas com grande valor em investigação e desenvolvimento (R&D), criadas e/ou geridas por colaboradores altamente qualificados (com PhD), nas áreas da biotecnologia, energias alternativas, vd <http://www.starsup.it/normativa#sthash.8rzRorFK.dpuf>

⁸⁶ *Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221*, in http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012-10-18;179!vig=&symlink=/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/link_dl_2012_179.html

tecnológico, o crescimento económico e desenvolvimento profissional, artístico e cultural, não podendo estar admitidas a um mercado regulamentado ou a um sistema de negociação multilateral. Devem ter a sua atividade principal, sede ou direção efetiva em Itália, e como objetivo desenvolver, produzir e vender produtos inovadores ou serviços com forte componente tecnológica (*start-ups*, art. 25º).

A necessidade de crescimento da economia levaria à abertura do sistema legal através de posteriores inovações legislativas⁸⁷. A par do *Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76* (denominado de “Decreto Lavoro”, convertido com a Legge de 9 agosto 2013, n. 99) e outra legislação desreguladora, o *Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3* (convertido com a Legge de 24 março 2015, n. 33⁸⁸) pretendeu alargar o âmbito da legislação sobre *crowdfunding*. A legislação de 2012 passou a incluir também as *piccola e media impresa innovativa* (“PMI inovativa”).

Em 4 de Março de 2016 foram publicadas normas que correspondem à vontade do regulador de incentivar a atividade — *cfr* Regulamento nº 18592 da CONSOB⁸⁹, alterado em 2016⁹⁰. O regulamento contém regras sobre o registo e a regulação dos detentores das Plataformas (*Portali*), a sua organização e as informações a prestar sobre uma oferta (e também *post-oferta*), ou advertências aos investidores sobre riscos típicos do *crowdinvestment*. A lei seria novamente alterada em 2017, alargando o seu âmbito de *equity crowdfunding* a todas as PMI (e não apenas às *start-ups* e *PMI innovativa*)⁹¹.

As Plataformas têm de estar registadas e podem ser geridas por bancos ou sociedades comerciais, e são submetidas a uma autorização administrativa prévia pela CONSOB (no caso *peer-to-peer lending* estão dependentes do banco central e da regulação bancária). Existem rigorosos requisitos organizacionais, de idoneidade de titulares de participações da Plataforma e dos seus gestores, de prevenção de conflitos de interesses, de transparência e de divulgação de informação aos investidores⁹². Existem igualmente deveres de *due diligence* quanto ao projeto dos Beneficiários, devendo prevenir-se a possibilidade de fraude ou de branqueamento ou de prossecução de outras atividades ilícitas.

⁸⁷ Para uma visão actual do *crowdinvestment* em Itália, <https://bebeez.it/2017/07/03/lequity-crowdfunding-in-italia-raccoglie-5-mln-in-6-mesi/>

⁸⁸ Diploma que sugestivamente tem o título de “Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti”, e que se encontra disponível, com a alteração legal de Março de 2015 (*Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015, n. 33*, in [\)](http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2015-01-24;3!vig=).

⁸⁹ *Cfr* a regulamentação da CONSOB, “Adozione del “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*” ai sensi dell’articolo 50-*quinquies* e dell’articolo 100-*ter* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni” in http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm?symbblink=/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/link_reg18592.html

⁹⁰ *Delibera n. 19520* da Consob, relativa ao “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*”, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013m, in <http://www.consob.it/documents/46180/46181/d19520.pdf/33819fc1-4338-450e-b-055-183f089111cc> <http://www.starsup.it/normativa#sthash.8rzRorFK.dpuf>

⁹¹ *Cfr*. art. 1, comma 70, da Legge 9 dicembre 2016, n. 2611, <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/DF/326687.pdf>

⁹² TROSI, 2014: 530.

A proteção do investidor decorre de limitações burocráticas relativas aos montantes a investir por investidor, das questões a que este tem de responder aos *portali*, previamente ao investimento, e que aumentam consoante o valor seja superior ou inferior a 500 Euros. Os investidores preenchem um questionário em que garantem saber e compreender os riscos inerentes ao investimento (os pequenos investidores têm um limite de investimento entre 500 e 1,000 Euros). Nos termos da lei geral do consumo é conferido aos pequenos investidores, *i.a.* um direito de arrependimento após a subscrição, e um direito de saída da empresa financiada em caso de alteração de controlo. A transferência dos montantes para investimento depende deste questionário prévio, de onde deve resultar que o investidor está conhecedor dos riscos em que incorre⁹³.

França sentiu igualmente as dificuldades decorrentes do exercício desta atividade face à legislação comunitária, e determinaria nova regulação em 2014. No caso de *lending-based* ou de *equity-based crowdfunding* os intermediários têm de revestir a forma (nova) de *Conseillers en Investissement Participatif* ou CIP, ou a de instituição de crédito ou empresa de investimento enquanto *prestataire de services d'investissement* ou PSI (Cap VII, incluído no *Titre IV* do *Livre V* do *Code monétaire et financier* aprovado pelo art 1º da *Ordonnance* n. 2014-559, de 30 de Maio de 2014 regulamentada pelo *Décret* n. 2014-1053 de 16 de Setembro de 2014).

As Plataformas de financiamento *por empréstimo* ou *donativo* podem ser registadas como *intermédiaire en financement participatif* ou IFP, embora a atividade destas Plataformas possa ser prosseguida igualmente por CIPs, PSIs, instituições de crédito.

Os CIPs, enquanto nova modalidade de intermediário financeiro com atividade desenvolvida exclusivamente pela *internet*, apenas podem oferecer ao público a distribuição de obrigações *plain vanilla* e ações ordinárias, têm exclusividade de objeto social, a sua sede em França e um registo junto da *Autorité des Marchés Financiers* — AMF. Não sendo uma verdadeira autorização constitutiva, este registo junto do regulador francês do mercado financeiro é seguido da participação da gestora da Plataforma numa associação do sector, com subordinação às suas regras de conduta. Devem igualmente possuir um seguro de responsabilidade profissional, cumprir com múltiplos deveres organizacionais *vg* para prevenção de conflitos de interesses. Existem deveres de diligência acrescida na prestação de informação aos investidores (aferrindo dos seus conhecimentos e experiência) e de *due diligence* junto do promotores ou beneficiários (prevenindo atividades de branqueamento de capitais e a fraude). De entre os serviços de investimento, podem prestar aconselhamento geral em matéria de estruturas de capital⁹⁴.

As ofertas públicas encontram-se sujeitas às regras Comunitárias, e exige-se um prospeto simplificado nas emissões entre 100,000 e 1,000,000 Euros. O capital tem

⁹³ <http://www.consob.it/documents/46180/46181/d19520.pdf/33819fc1-4338-450e-b-055-183f089111cc>

⁹⁴ Para uma visão actual do panorama em França, o “Baromètre 2016 du crowdfunding en France », da associação *Financement Participatif France*, <http://www.francegenerosites.org/barometre-2016-crowdfunding/>

de ser angariado exclusivamente através da *Internet* e não pode exceder 50% do capital da empresa de responsabilidade limitada — o emitente disponibiliza publicamente informação sobre o seu projeto⁹⁵. Devem igualmente ser publicitadas as condições de subscrição e alguma informação *ongoing* e *post-oferta* relativa ao desempenho da empresa ou do projeto⁹⁶. Para proteção do investidor de retalho foi fixado um limite de subscrição, por pessoa e por projeto, de 1,000 Euros/ano, colocando o legislador especial ênfase na prévia advertência dos riscos específicos.

O ano de 2016 trouxe mudanças significativas na regulação, tendo o Ministro das Finanças francês anunciado em Março, como resposta aos pedidos da indústria, a flexibilização do regime⁹⁷. O *Décret* n° 2016-1453, de 28 de Outubro de 2016⁹⁸ «relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif», aumentou o valor das ofertas isentas de prospeto (para 2,5 milhões de Euros, por oferta/ano), e o montante por investidor (2.000,00 Euros) bem como os instrumentos financeiros passíveis de emissão (como as acções preferenciais, obrigações convertíveis ou *mini-bonds*), possibilitando expressamente a utilização da tecnologia *blockchain* para registo e transmissão de valores⁹⁹.

A Alemanha regulou o *Equity* — e *Lending-Based Crowdfunding* em 2015. Em 2014 abriu-se uma grande discussão devido à insolvência da empresa Prokon, especializada na utilização de energias renováveis. A insolvência afetou cerca de 74.000 investidores que detinham participações no veículo que a dominava (uma cooperativa), no valor de cerca de 1,4 mil milhões de Euros.

Os riscos deste *grey market* (*Grauer Kapitalmarkt*) ficaram então à vista tendo sido aprovadas, ainda em 2014, uma série de medidas de proteção do investidor de retalho (*Kleinanlegerschutzgesetz* de 28Jul2014). A entidade que gere uma Plataforma deve encontrar-se registada no *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* — BaFin, nos termos *Kreditwesengesetz*, (e da *Vermögensanlagengesetz*) sempre que estejamos perante a subscrição ou venda de ações.

Em 23 de Abril de 2015, uma alteração no *Kleinanlegerschutzgesetz* alargaria o

⁹⁵ Cfr *Ordonnance n. 2014-559*, 30Mai2014, *Relative au financement participatif* e *Décret d'Application n. 2014-1053*, de 6Set2014. As normas legislativas e regulamentares e decisões mais importantes sobre a matéria podem ser acedidas in http://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Financement-participatif---crowdfunding/Cadre-reglementaire.html?#title_paragraph_1

⁹⁶ Acerca desta atividade em França, vd <http://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Financement-participatif---crowdfunding/Cadre-reglementaire.html>

⁹⁷ O *website* da associação do sector, *Financement Participatif France* (FPF), revela a importância da indústria e da autoregulação profissional e deontológica, e a força do respetivo *lobbying* — <http://financeparticipative.org/>

⁹⁸ *Décret* de 2016 disponível in <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000033317337&dateTexte=&categorieLien=id> As soluções legais são melhor apreensíveis com a versão consolidada, disponível in <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000033317337&categorieLien=cid>

⁹⁹ Para uma visão geral sobre o enquadramento legal, http://www.amf-france.org/Resultat-de-recherche.html?TEXT=crowdfunding&LANGUAGE=fr&isSearch=true&simpleSearch=true&valid_recherche=Valider

escopo de isenção do regime geral que regula o investimento em produtos ou instrumentos financeiros (*Vermögensanlagegesetz*). Também aqui se dispensa a elaboração de prospeto, para além dos casos previstos na Diretiva e do *Wertpapierprospektgesetz*, nas ofertas públicas até 2,500,000 Euros, por projeto, desde que cumpram as condições cumulativas previstas na nova legislação (*Kleinanlegerschutzgesetz*)¹⁰⁰.

Limitou-se o investimento singular com base na riqueza de cada investidor de retalho. Até 1,000 Euros não existe limite ao investimento, por qualquer pessoa, e acima deste montante é possível investir até 10,000 Euros, por projeto, mas com condições. O investidor deve comprovar que o valor de instrumentos financeiros e numérico que detém em depósito é superior a 100,000 euros, ou que o investimento não ultrapassa o montante equivalente a dois meses de rendimento líquido. Mesmo que se trate de investidores particularmente sofisticados ou qualificados, *vg* os denominados *business angels*, o limite será de 10,000 Euros por projeto.

A legislação de Espanha serviu de exemplo ao legislador nacional. Foi criado um *Régimen jurídico de las Plataformas de financiación participativa* em 2015¹⁰¹ para as Plataformas de *crowdfunding* de capital e por empréstimo (que temos denominado latamente por *crowdinvestment*)¹⁰², que operem em território espanhol¹⁰³. Encontram-se sujeitas a autorização prévia (com parecer prévio e vinculativo do banco central) e subsequente registo (e posterior supervisão) pela *Comisión Nacional del Mercado de Valores* — CNMV. Foram recorrentes as críticas ao alegado excesso de formalismo e burocracia que determina um prazo entre as autorizações e o registo para início de atividade de cerca de 15 meses¹⁰⁴. Devem revestir a forma de sociedade de capital, com sede ou direção efetiva em Espanha ou em outro Estado-membro da União. Como objeto exclusivo desenvolvem a atividade de financiamento de capital — as “Plataformas de financiación participativa” não podem ter outro objeto social — e em exclusividade — nenhuma outra empresa, *vg* financeira, pode desenvolver esta atividade (arts. 48º e 55º). Existem requisitos exigentes para as Plataformas, em termos de capital social mínimo (60,000 Euros), seguro de responsabilidade civil (aval

¹⁰⁰ Após um grande tempo de *laissez faire*, baseada na aplicação da legislação geral sobre prospetos (*Wertpapierprospektgesetz* ou WpPG), o parlamento aprovaria a *Kleinanlegerschutzgesetz*, em 23Abr2015, disponível ins <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2015/08/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-3-kleinanlegerschutzgesetz.html>. Entrada em vigor em 10 de Julho do mesmo ano, e parcialmente baseada no JOBS Act, é atualmente discutida a necessidade da sua renovação

¹⁰¹ Ley n. 5/2015, de 27 de Abril, de “fomento de la financiación empresarial” (Título V, *Plataformas de financiación participativa*) in <https://www.boe.es/boe/dias/2015/04/28/pdfs/BOE-A-2015-4607.pdf>

¹⁰² Não se encontram abrangidas as atividades de financiamento quando o objetivo seja destinado a “donaciones”, “venta de bienes y servicios” e “préstamos sin intereses”, — cfr DLe 28Abr2015, Arts. 46-94. Para uma visão geral actual da actividade em Espanha, <https://www.universocrowdfunding.com/datos-crowdfunding-espana/>

¹⁰³ Não será o caso sempre que um nacional, por sua iniciativa seja investidor ou promotor em plataforma estrangeira, art. 47º, nº2.

¹⁰⁴ http://www.eldiario.es/economia/Balance-crowdfunding-plataformas-autorizadas-registradas_0_568343536.html

ou garantia para fazer face a reclamações, até um valor unitário de 300,000 Euros), de contabilidade e auditoria interna, de prevenção de conflitos de interesses, de normas de conduta para uma comprovada idoneidade e experiência dos seus titulares e colaboradores. Curiosamente a *Ley* veio permitir que a Plataforma atue em tribunal em nome e por conta dos investidores ou financiadores (ou em nome próprio nos casos de cessão de créditos)¹⁰⁵.

Não esqueceu a obrigação de ter de prestar no seu *website* inúmera informação sobre o “promotor” ou beneficiário, sobre a oferta e sobre o projeto ou *business plan*. Esta regulação é igualmente objeto de forte crítica pelo excessivo custo que impõe ao beneficiário ou “promotor” e à Plataforma. Esta nunca se poderá destinar a financiar terceiros ou a investir em instrumentos financeiros negociados em mercados regulados (art. 49º), e tem um dever reforçado de *due diligence* sobre o beneficiário e o seu projeto (arts. 66º e 67º).

Para proteção do investidor adotou-se igualmente uma política de fixação de limites de investimento *ad personam* (nenhum beneficiário pode ter mais do que um projeto em curso na mesma Plataforma), mas distingue entre investidores não qualificados ou de retalho e os qualificados ou profissionais (*acreditados*¹⁰⁶). O valor máximo da *open call* por projeto é 2,000,000 Euros se se dirigir a investidores de retalho ou não “acreditados” e aumenta para os limites da Diretiva dos Prospetos, 5,000,000, se se dirigir a *inversores acreditados*. O investimento máximo de cada investidor por projeto é de 3,000 Euros e 10,000 no total de Plataformas, num período de 12 meses.

O cumprimento destas regras depende de um procedimento de “auto certificação” de rendimentos ou de certificação como investidor profissional, da responsabilidade do próprio perante as Plataformas, e prévio ao investimento. Os *inversores no acreditados* podem pedir para passar a ser considerados como *acreditados* devendo a Plataforma fazer uma avaliação de experiência e de conhecimentos e adverti-los de menor proteção de que gozam — advertência que engloba também os riscos e limites de investimento (arts. 83º e 84º¹⁰⁷).

Também no Reino Unido a *Financial Conduct Authority* — FCA seguir este procedimento de auto certificação. Existem questionários que devem ser previamente preenchidos pelos investidores nas Plataformas (de capital ou por empréstimo), antes

¹⁰⁵ Prestarão os serviços de “recepción, selección y publicación de proyectos de financiación participativa, desarrollo, establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación de la financiación entre inversores y promotores”, afastando assim a receção, transmissão e execução de ordens em nome próprio ou de terceiro, ou a recomendação ou a consultoria para investimento, ou receção de fundos ou de valores, arts. 51º e 52º.

¹⁰⁶ A qualidade de “inversores acreditados” decorre da lei — investidores profissionais segundo a MiFID II, investidores particulares com rendimentos determinados no art. 81º desde que peçam tal qualificação, empresas com determinados resultados contabilísticos e aqueles que investem em resultado de um conselho de uma entidade legalmente habilitada a consultoria (“acreditação” ou qualificação a pedido).

¹⁰⁷ A *Ley* obriga as plataformas a advertências sobre riscos para o inversor, desde a perda de capital, à não supervisão pela CNMV ou Banco de España, e inexistência de sistemas ou fundos de garantia de investimento ou de depósitos — art. 61º.

de acederem ao projeto e, posteriormente, para acederem ao momento do investimento. É o Estado europeu com maior volume de negócio na Europa e que teve a primeira plataforma aprovada (a Seeders¹⁰⁸). A revista Forbes calculava no início de 2015 que $\frac{3}{4}$ do total de fundos angariados em toda a Europa eram-no no Reino Unido — 2.957 milhões de euros. Também por isso a atividade tem sido objeto de uma especial atenção pelo regulador¹⁰⁹.

Com uma indústria pujante o *crowdinvestment* necessita subordinar-se ao *Financial Securities and Market Act* de 2000, e mais recentemente (Outubro de 2013) foram assumidas iniciativas tendo em vista uma regulação específica desta atividade, que seria aprovada em 1 Janeiro de 2014 e entrou em vigor em Abril¹¹⁰. A atitude britânica é muito similar à dos EUA, em termos de proteção de destinatários das ofertas, começando pela autorização e registo junto da FCA das plataformas de *loan-based* e *investment-based crowdfunding* — desde 1 de Abril de 2014. Distingue entre *i)* os investidores classificados como profissionais ou qualificados, *corporate finance contacts* ou *venture capital firms* e investidores com um rendimento elevado, dos *ii)* investidores de retalho (não profissionais). As Plataformas só podem aceitar clientes/investidores de retalho quando estes certifiquem que não investem mais do que determinada percentagem do seu rendimento, líquido de encargos com residência, pensões, seguros, ações ou obrigações não admitidas a mercados regulados — 10% do *net portfolio* em *unlisted shares* ou *unlisted securities*. Pode igualmente aceitar quando o investimento se baseia em aconselhamento decorrente de consultoria para investimento ou de um outro serviço de aconselhamento prestado por empresa de investimento.

Nos demais casos existe um prévio questionário sobre *knowledge and experience* similar ao denominado *appropriateness test* da MiFID (mais simples do que o de *suitability*). Deste modo diminuem-se deliberadamente os deveres de *due diligence* exigidos às Plataformas, uma salvaguarda típica dos demais estados europeus, assumindo que tais exigências regulatórias têm um custo que pode minar a solução inovadora. O “dilema regulatório” foi aqui resolvido aliviando o peso da regulação sobre os Beneficiários e a Plataforma e limitando o acesso sobretudo para investidores profissionais.

Atualmente todo o regime se encontra em análise para alteração e eventual aprovação de regras no Verão de 2017¹¹¹, e existe uma atenção (e preocupação) muito

¹⁰⁸ <https://www.seedrs.com/learn/blog/seedrs-news/features-updates>

¹⁰⁹ Cfr documentos como o *Review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, Fevereiro de 2015: www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf; o *Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules*, de Julho de 2016: www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf; o *Interim feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules*, de Dezembro de 2016, in <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs16-13.pdf>

¹¹⁰ Cfr *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules* in <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

¹¹¹ Cfr o *Call for inputs* da FCA, de Julho de 2016, in <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf>

particular à informação e compreensão pelos investidores, i.a. pela proliferação da emissão de *mini-bonds* (não cobertas por qualquer fundo de garantia ou compensação), e pelo volume alcançado pelo *lending-based crowdfunding* — uma espécie de banca paralela facilitadora de uma verdadeira arbitragem entre instituições¹¹².

11. A regulação do *crowdfunding* em Portugal.

Em Portugal a atividade foi regulada pela Lei nº 102/2015, de 24 de Agosto e o *crowdinvestment* (de capital e por empréstimo) pelo Regulamento CMVM nº 1/2016, de 5 de Maio. A atividade de *crowdfunding* não é nova em Portugal, no âmbito do financiamento por donativo ou com recompensa, e têm-se sucedido iniciativas tendo em vista o estabelecimento de novas Plataformas — sobretudo após o primeiro evento internacional sobre o tema ocorrido em 28 de Novembro de 2011 em Lisboa. Este evento colocou especial ênfase no *crowdinvestment*¹¹³.

A pressão da indústria nacional e os obstáculos legais à atividade (do foro societário e da regulação financeira Comunitária) levariam a uma regulação precípua, aprovada pela Assembleia da República em 2015. A Lei nº 102/2015, de 24 de Agosto, daria guarida, no essencial, à noção tradicional de *crowdfunding* ou “financiamento colaborativo”, aos seus tipos ou modalidades fundamentais e à sua estrutura tripartida (*supra*). Traduz-se na regulação de uma atividade 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” (art. 2º).

O legislador assumiu como tipos o financiamento colaborativo: *i*) “através de donativo” (a entidade financiada recebe um donativo com ou sem contrapartida pecuniária); *ii*) “com recompensa” (com contrapartida, i.e. a entidade financiada fica obrigada à prestação e um produto ou serviço financiado); *iii*) “de capital” (a remuneração traduz-se numa participação no capital social da empresa financiada, ou na distribuição de dividendos ou na partilha dos lucros a distribuir); *iv*) “por empréstimo” (a pessoa ou entidade financiada contrata o pagamento de juros para remunerar o financiamento). As duas primeiras modalidades ficaram sujeitas à regulação da Direção-Geral do Consumidor, enquanto nos dois últimos casos impõe-se a intervenção da CMVM — Comissão do Mercado de Valores Mobiliários —, na sua regulamentação, supervisão e sanção (arts. 15º ss).

¹¹² A Financial Conduct Authority publicou regras para o *investment crowdfunding* mas criou normas específicas para a atividade de *borrowing* que se encontram atualmente sob revisão (infra) dada a dimensão alcançada — cfr — *Detailed rules for the FCA regime for consumer credit including feedback on FCA QCP 13/19 and ‘made rules’* (PS14/3), Fevereiro de 2014: www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-03.pdf.

¹¹³ Vd *Lisbon Hosts First portuguese Crowdfunding Event*, disponível em [Crowdsourcing.Org](http://www.crowdsourcing.org), acedido em Out2016 em <http://www.crowdsourcing.org> Acerca das diversas iniciativas ocorridas desde 2011, a generalidade no âmbito dos donativos ligados a projetos artísticos ou de cariz social, SANTOS, 2015: 6-8; FINK, 2012: 19.

A atividade de financiamento por empréstimo e de capital encontra-se, como nos demais Estados da União, numa linha vermelha face a operações e serviços típicos dos mercados de capitais — por isso a Lei habilitou a CMVM a regulamentar e supervisionar a atividade. Mas afasta-se expressamente a possibilidade de a entidade gestora prestar aconselhamento ou formular recomendações de investimento, de gerir fundos de investimento, de deter valores mobiliários (a que acrescentamos os fundos monetários dada a exclusividade desta atividade, art. 4º, nº2 RGICSF). Estas linhas vermelhas sempre decorreriam da legislação Comunitária e nacional relativa a atividades bancárias e financeiras, mas o legislador deixou-o expresso: ao negócio subjacente à angariação de financiamento aplica-se o regime jurídico material relativo aos tipos contratuais em causa (art. 10º).

O acesso à atividade depende de um regime de autorização da Plataforma, designado de “registo prévio”. Visa-se, como é próprio deste instrumento de supervisão, não só uma supervisão prévia mas a preparação da supervisão contínua ou *ongoing* (arts. 15º e 17º, nº2). O registo depende de um capital social mínimo (50.000,00 Euros), um seguro de responsabilidade civil ou outra garantia equivalente (*vd* no art. 4º do Regulamento CMVM os requisitos do procedimento), devendo explicitar-se se estamos perante um intermediário financeiro ou um agente vinculado (caso de averbamento necessário ao registo na CMVM).

Não se esqueceu a prevenção dos *conflitos de interesses*, sendo proibido à Plataforma remunerar os colaboradores por objetivos alcançados (art. 5º, alínea c), e preveniu-se internamente o risco da sua ocorrência através da adoção de regras de conduta e formas de organização que obedeçam a *chineses walls* e ao tratamento transparente e equitativo dos investidores (art. 6º). A matéria de conflitos de interesse é extremamente importante, tanto mais que num ambiente menos regulado e de menor informação a Plataforma ou os seus colaboradores podem ser tentados a utilizar informação não pública (art. 5º, nº1, b) e c).

Parte da organização interna do intermediário é regulada na Lei, no âmbito da prevenção de fraudes e de má conduta, matéria onde os requisitos da experiência e idoneidade ganham um espaço importante para regulamentação (embora sem fixação legal de critérios de base, arts. 16º e 21º)¹¹⁴. Estatuem-se deveres de prestação de informação e de confidencialidade de todas as partes incluindo a entidade financiada ou beneficiária (arts. 6º, 7º, 9º, 10º).

Os contratos celebrados com os beneficiários são padronizados e disponíveis *on line*, e podem candidatar-se a financiamento quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras (arts. 6º e 7º) — ao contrário do que vimos suceder em Estados como Espanha e Itália. Estas têm uma plêiade de deveres de informação

¹¹⁴ Existem múltiplas regras relativas a organização interna, tendo em especial atenção a prevenção de fraude e de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo, densificando a prevenção de conflitos de interesses, trazendo à Luz os titulares de participações e provando a idoneidade de titulares de órgãos de gestão e dos que detiverem 10% ou mais do capital social ou dos direitos de voto ou que exerçam uma influência significativa na gestão. Estas normas são objeto de verdadeiras “leis administrativas”, contidas nos arts. 9º a 11º do Regulamento.

ao público sobre a sua natureza, atividade e projeto, sempre através da Plataforma com quem negociam o lançamento da iniciativa. Esta disponibilizá-la-á ao público e ou/à CMVM. Acrescente-se a necessidade de informação sobre o cumprimento de obrigações fiscais e contributivas, sobre *business plans*, características da oferta, riscos associados, montante a angariar e termo da proposta pública com indicação do meio de cancelamento das subscrições perante modificações da oferta (arts. 9º, 17º, 19º).

A CMVM dispõe de vastos poderes de regulamentação e supervisão relativamente à obrigatoriedade de prestação pelo Beneficiário de informação prévia e *a posteriori* (arts. 17º, nº3 e 19º) — para além da informação *ad hoc* (*cf*r o poder estatuído no art. 17º, nº1). Tal como sucede nas demais ofertas públicas, a Lei manteve uma regulação pela prestação de informação, a cargo dos Beneficiários e, como faz com os demais emitentes, de obtenção da informação legal e sua divulgação pela Plataforma. A entidade financiada tem assim de cumprir deveres de prestação de informação *diretamente* (caso da prestação de informação à CMVM) e de forma *indireta* (caso da prestação de informação através do envio à Plataforma para disponibilização e publicação) — arts. 10º e 17º-19º.

Relativamente aos Investidores o elevado risco de perda do capital determinou a fixação de montantes máximos a despender, por projeto ou por oferta, por pessoa, em relação ao investimento anual e ao montante total agregado (*limite máximo anual global*, i.e., por pessoa, em todos os investimentos, em todas as plataformas de *crowdinvestment*). Também aqui não foram definidos pelo legislador os critérios gerais de regulamentação destes limites máximos de angariação (art. 18º, nº2).

A lei nacional adotou uma regra geral de *all-or-nothing* (AON): “caso os montantes indicados não sejam angariados nos prazos definidos, consideram-se sem efeito os negócios entretanto celebrados (...)” (art. 9º, nº1, “Alteração das condições da oferta”). Os beneficiários terão de proceder à devolução dos montantes a investir, se recebidos, mas se não tiver ocorrido transferência a favor dos beneficiários será a gestora da Plataforma a devolver os montantes angariados e depositados (art. 9º, nº1, *in fine*).

No caso de aumento de capital ou de venda de parte do capital social pode ser prevista a condição *keep what you get*. Nos casos em que estejamos perante sociedades anónimas temos o regime da subscrição pública incompleta: a proposta pode também ser válida se se tiver previsto a aceitação de uma subscrição que não atinja o objetivo fixado (arts. 279º-282º do Código das Sociedades Comerciais¹¹⁵). A Lei permite expressamente a alteração da oferta nos *prazos* e no *montante* desde que tais condições constem dos termos iniciais da oferta. O beneficiário pode assim afastar os princípios *first come-first served* e a condição AON: até ao final do prazo da oferta pode funcionar o *Keep-it-all principle* (KIA) ou *keep what you get*.

O legislador aceitou que nem sempre a totalidade dos montantes solicitados é essencial ao arranque do projeto ou da atividade, ou que este pode vir a ter diversas fases de financiamento, ou ainda que pode arrancar com uma escala menor e ainda aí

¹¹⁵ DIAS, 2012: 116.

ser rentável. No entanto, os investidores podem não aceitar tais alterações e reaver os montantes despendidos (art. 9º, nº4).

As soluções regulatórias adotadas vão de encontro às adotadas na legislação sobre financiamento colaborativo de capital e por empréstimo em outros Estados-membros, perante o “dilema regulatório” liberdade vs proibição. Ao contrário das demais soluções estrangeiras, não existe um regime geral do financiamento colaborativo, deixado para “leis administrativas”.

11.1. A necessidade de revisão da Lei do financiamento colaborativo — contributos para uma regulação e supervisão efetivas.

O regime legal do financiamento colaborativo aprovado em 2015 aproxima-se de uma “legislação simbólica”. Apesar de tocar algumas das questões essenciais de política regulatória, não resolveu muitas das questões e problemas inerentes (*supra*) e é extremamente lacunar. Contém uma miríade de normas de habilitação regulamentar¹¹⁶, a par de indefinições normativas que tornam o diploma de difícil execução ou adequação no fomento da atividade¹¹⁷. Há por isso que rever a Lei com a brevidade possível: encontrando-se no âmbito da competência legislativa concorrente da Assembleia e do Governo, exceto em matéria contraordenacional, o procedimento de ajustamento pelo Governo pode ser célere. Assim:

- Há que completar a Lei desde logo a nível institucional: a regulação das duas primeiras modalidades de financiamento (por donativo e por recompensa) foi conferida à Direcção-Geral do Consumidor e as demais à CMVM, o que pode originar *conflitos de competência administrativa* quando as Plataformas decidam prosseguir mais do que uma modalidade de financiamento colaborativo. Não existe na lei uma obrigação de *especialização* nem tão pouco um princípio de *exclusividade* do objeto de quem prossegue algumas destas modalidades a título profissional. O Banco de Portugal também pode ser chamado a regular e supervisionar a atividade, *vg* no que respeita a instituições

¹¹⁶ *Inter alia*, remete-se para Regulamento o acesso à atividade (incluindo as causas de indeferimento e registo das entidades gestoras de Plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo); os deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo; as obrigações de informação dos Beneficiários do financiamento colaborativo (aos investidores, às plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo e à CMVM); os limites máximos de angariação; os limites ao investimento; a relação dos agentes com os prestadores de serviços de pagamento; a densificação dos requisitos e prova da idoneidade e os deveres de prevenção de conflitos de interesses pelas entidades que gerem plataformas eletrónicas (cfr. o art. 1º, nº1, do Regulamento CMVM).

¹¹⁷ O Projeto de lei nº 419/XII, apresentado pelo Grupo Parlamentar do Partido Socialista em 30 de Abril de 2013 seria aprovado por unanimidade em Julho de 2015, na última Sessão Plenária da XII Legislatura. O Procedimento foi inicialmente muito participado em sede de comissão especializada, mas em meados de 2013 estagnaria durante quase dois anos. Foi retomado no último mês da 4ª Sessão Legislativa a tempo de ser, conjuntamente com uma plêiade de outros projetos e propostas pendentes, aprovado no último Plenário — facto que explicará em parte algumas lacunas e redundâncias que o tornaram de difícil exequibilidade — cfr <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalleIniciativa.aspx?BID=37741>

- de crédito ou a sistemas e meios de pagamento, à receção e captação de fundos reembolsáveis e ao financiamento colaborativo por mútuo oneroso. A realidade internacional demonstra que as Plataformas tendem a especializar-se, pelo que bem andaré o legislador em verter para a lei esta solução;
- A Lei é igualmente omissa no que respeita a *normas de aplicação territorial*, quer no que rege os negócios celebrados através da Plataforma, quer no regime jurídico aplicável à empresa gestora da Plataforma. A matéria é supinamente importante quando esta não tenha em Portugal a sua sede ou direção efetiva. O legislador permite que adiram à Plataforma, mediante contrato escrito, beneficiários que revistam a natureza de pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras (neste último caso, mesmo de fora do EEA), tornando difícil a tutela judicial dos direitos das partes;
 - A *supervisão* e o *enforcement* da Lei tornar-se-ão, também por isso, muito difíceis, e a execução de *decisões sancionatórias* dificilmente exequíveis...mesmo quando entrarem em vigor. De facto, o legislador suspendeu a aplicação das normas relativas ao financiamento colaborativo de capital e empréstimo até à sua regulamentação pela CMVM (arts. 23º e 25º). A CMVM tentou colmatar algumas das lacunas regulatórias através do Regulamento CMVM nº 1/2016, de 5 de Maio. No entanto, foi obrigada a suspender a sua aplicação (entrada em vigor) até que o legislador a dote de verdadeiros poderes de *enforcement* — sob pena de se transformar num “tigre de papel” (art. 21º do Regulamento CMVM). Sem que o legislador prescreva as *normas de sanção* e as *normas de competência* sancionatória (art. 165º, nº1, d) da CRP) não se pode afirmar estarmos perante uma atividade publicamente permitida e regulada;
 - O legislador deve evitar a possível ocorrência de conflitos positivos ou negativos de *competência jurisdicional*, facto que tanto pode servir de impedimento a que boas empresas recorram a atividades transfronteiriças, como de incentivo para as empresas menos diligentes ou que pretendam cometer fraudes em Portugal. Também os investidores mais esclarecidos decidirão não investir em tais atividades pois as decisões civis condenatórias e o direito a eventuais indemnizações poderão ser de difícil exequibilidade (dificuldade a que se soma o custo do acesso a tribunais estrangeiros e da execução de sentenças). O legislador tem por isso de adotar as soluções materiais que permitam dar exequibilidade normativa e prática a um comando fundamental de ordem pública constitucional — o acesso ao Direito e aos Tribunais e à tutela judicial efetiva (art. 20º da Constituição);
 - Deverá ser prevista a existência de um processo simples de atendimento das reclamações e da sua resolução pela Plataforma, sem esquecer o recurso genérico aos serviços administrativos de atendimento de reclamações disponibilizados pela CMVM e pelo Banco de Portugal. Defendemos anteriormente que a atual figura do Mediador de Crédito, prevista no DL nº 144/2009, de 17 de Junho, deveria ver revista (atualmente nem o dever de

segredo profissional dos reclamados pode levantar) e a sua competência deve ser normativamente alargada a todo o mercado financeiro. Incluir o *crowdinvestment* ou a prática de atos administrativos judicativos na resolução dos conflitos seria uma inovação eficaz;

- Atualmente, as Plataformas podem ser geridas por um EIRL “ou quaisquer pessoas coletivas”, associações, fundações, sociedades civis, qualquer tipo de sociedade comercial, cooperativas, e meios formais ou informais de coligação de empresas (art. 4º, nº1). A solução atual é desajustada — a generalidade dos ordenamentos estrangeiros exige que sejam sociedades *de capital* e de *responsabilidade limitada*. Não esqueçamos que é grande o gérmen da fraude nesta inovação financeira, e é à sociedade gestora da Plataforma que compete atuar como *gatekeeper* de todo o sistema. Nela é delegada parte da competência de proteção do investidor (tradicional nos intermediários financeiros), além de assumirem uma forte responsabilidade social. Assim, deverá o legislador estatuir normas que definam, de forma restritiva, as pessoas coletivas que podem exercer esta atividade económica;
- Nas economias de mercado e nos subsistemas bancário e financeiro, as sociedades anónimas têm um papel preponderante, sendo um modelo para uma gestão eficiente dos projetos mais díspares com controlo de risco. A História da criação, nos anos de 1600, das enormes companhias inglesas e holandesas, e o crescimento decorrente da exploração das riquezas do Novo Mundo, confunde-se com a difusão e dispersão de ações pelo público e criação de verdadeiros mercados de valores. Também a estrutura e organização deste tipo de empresas se presta à assunção de tarefas para-públicas, de tal modo que em tempos recentes foram uma arma de poder do Estado absoluto (a *East India Company* após a Revolução de 1688 chegou a ter na autorização régia — da Rainha Elizabeth I — e poderes para administrar e explorar territórios¹¹⁸);
- O espírito do Regulamento da CMVM assumiu a essencialidade desta forma e tipo empresarial legal, mas deverá a Lei: *i*) limitar a forma legal a que devem obedecer (preferencialmente a societária); *ii*) o tipo de sociedades (preferencialmente a sociedade comercial anónima); *iii*) o seu objeto social (deverão ter o exclusivo legal da atividade, eventualmente a par de intermediários financeiros autorizados); *iv*) o capital social mínimo realizado (e/ou um seguro de responsabilidade civil); *v*) uma organização interna que permita o exercício de uma função de *gatekeeper* do mercado (o que implica deter meios humanos, técnicos e materiais “suficientes”, sem conflitos

¹¹⁸ A empresa detinha mesmo um exército particular na enorme parte do território indiano que administrava — mas apesar do forte *lobby* no Parlamento, este faria passar um *Regulating Act* em 1773 para controlo das funções exercidas e do interesse público que prossegue (dadas as suas origens, o *Act* foi reconhecido como *East Company Act*. Para um breve história das *companies* (sociedades de ações) enquanto instrumentos de liberdade e de opressão, de modernidade e de conservadorismo e o seu papel na globalização, ROSSI, 2016: 28 ss.

- de interesses, e com experiência relevante); *vi*) exigir um circuito interno de responsabilidade individual ou plural (aferindo da idoneidade e experiência *inicial* dos titulares de funções relevantes e de participações qualificadas, e “a posteriori”, a manutenção das qualidades exigidas); *vii*) dotar a empresa de meios de controlo interno (prevenindo e reprimindo conflitos de interesses), bem como os requisitos patrimoniais (com eventual publicidade de relato financeiro e auditoria em função dos resultados); *viii*) apresentar um *business continuity plan* e um *disaster recovery plan* (que preveja, i.a., os casos de problemas no sistema informático estatuindo a existência de meios alternativos de comunicação e *backups*); *ix*) demonstrar possuir regras e meios que assegurem um efetivo e sólido combate não só à fraude mas ao *branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo* (estendendo expressamente os deveres legais de prestação de informação e de denúncia da Lei n.º 25/2008, de 05 de Junho);
- O legislador deverá não apenas permitir expressamente o lançamento de ofertas nos casos de isenção previstos na Diretiva dos Prospetos, mas também utilizar a discricionariedade permitida na exigência de prospeto até um montante cerca dos atuais 5 milhões de Euros, proibindo o beneficiário ou entidade financiada e fazer publicidade ou divulgar informação “*motu próprio*”;
 - o Legislador terá igualmente que visitar o tema das *sociedades abertas*, dado que os critérios gerais vertidos no artigo 13º do Código dos Valores Mobiliários atribuem às sociedades que recorram ao financiamento público de capital ou empréstimo uma natureza de “sociedade com o capital aberto ao investimento do público”. Tal natureza implica deveres de transparência, de informação aos acionistas, ao mercado e ao regulador, a sujeição a deveres na sua vida social (em futuros aumentos ou venda de capital ou financiamento por empréstimo), que colide com a pretensão de desintermediação, de redução de custos e de democratização do investimento que aqui se pretende. A criação de legislação especial ou a alteração do quadro atual são por isso essenciais;
 - Os *montantes máximos a investir*, por projeto, produto, oferta ou cômputo de ofertas na UE, por pessoa em relação a cada investimento (anual), ou agregado (*limite máximo global* anual por pessoa em todos os projetos de *crowdfunding*, numa ou em todas as Plataformas nacionais), não é fixado na Lei e consta de Regulamento da CMVM (arts. 19º e 12º). Aquela contém alguns *critérios de fixação* de montantes nas suas normas de habilitação (a fixação regulamentar será “função do rendimento anual dos investidores”, ou “função do perfil dos investidores, atendendo, nomeadamente, à sua experiência e qualificação”, arts. 18º, nº2 e 20º, nº3). A CMVM utilizou da independência administrativa necessária para fixação de tais valores, em obediência a critérios baseados em experiências estrangeiras, em normas

européias e em dados estatísticos relacionados com a renda nacional¹¹⁹. É essencial que, como sucedeu nos demais Estados-membros da União, a Lei fixe limites individuais e agregados. Uma *solução regulatória proporcional* será limitar legislativamente o *quantum* da liberdade individual do investidor para a sua proteção contra a fraude, os elevados riscos de insucesso, a falta de mercado secundário e de liquidez, ou a iniquidade;

- O controlo do perfil, da adequação, da experiência e conhecimento dos investidores e consequentes limites de investimento é feito pela sociedade gestora da Plataforma, mediante a auto vinculação ou certificação pelo investidor. Este deve declarar em cada ato contratual os montantes já investidos em Plataformas de *crowdfunding* e o respetivo escalão de rendimento (vd art. 20º, nº4 e art. 12º do Regulamento CMVM, e “declaração-tipo” constante do Anexo II). Podendo a sociedade gestora de uma Plataforma ser um intermediário financeiro, esta atividade de estabelecimento de perfis e de adequação de cada investimento ao investidor é conatural porque estamos perante um serviço de investimento onde é exigida por lei (arts. 290º, 295º, 312º ss e 314º ss CodVM). Nos demais casos, à Plataforma caberá gerir a informação recebida, proibindo ao cliente um investimento ou diversificando-o por diferentes projetos, ou por períodos temporais ou prazos diversos, mas há que manter a confidencialidade dos seus dados e a guarda durante um prazo legal (tais declarações são essenciais para supervisão pública e responsabilidade contratual);
- O legislador deverá igualmente fixar com precisão quais os valores mobiliários e instrumentos financeiros que podem ser emitidos e quais são proibidos, e a relação tributária envolvente (nomeadamente se pretende criar incentivos fiscais);
- O fenómeno de *lending-based crowdfunding* assumiu uma posição cimeira em todo o Mundo pois o público prefere o retorno decorrente de um empréstimo do que adquirir uma participação social e quinhão nos lucros. No entanto, a legislação nacional atual veda às Plataformas o mercado primário de emissão de instrumentos financeiros nesta forma de financiamento — exceto se for um intermediário financeiro dado estarmos então perante a normal prestação de serviços de investimento autorizados. Com efeito, o art. 10º, nº2 da Lei estatui que “o financiamento colaborativo por empréstimo apenas pode implicar a emissão de instrumentos financeiros se exercido por intermediário financeiro e nos termos da legislação aplicável ao mercado de instrumentos financeiros”. Se o legislador pretende permitir

¹¹⁹ O limite da angariação por ofertas é de 1,000,000 (anual, seja por etapas ou numa ferta única, em Portugal ou também no âmbito da União Europeia), ou de 5,000,000 se for por pessoas coletivas ou singulares com um rendimento superior a 70,000 Euros anual. Os limites de investimento (3,000 por oferta e 10,000 no total de ofertas no período de 12 meses) não se aplicam a pessoas que tenham um rendimento anual superior a 70,000 Euros nem a investidores qualificados previstos no art. 30º do CodVM e às pessoas coletivas (art. 12º do Regulamento).

uma atividade especial como o *lending-based crowdfunding*, deve revogar a norma e criar um regime especial para a emissão de instrumentos representativos de dívida — especificando quais —, e que aproveite os limites da regulamentação comunitária;

- A Lei de 2015 não é clara relativamente ao Direito do Consumo aplicável às relações jurídicas materiais subjacentes. Na generalidade dos Estados é pacífica a aplicação do Direito do Consumo mas não em Portugal¹²⁰. Perante uma alteração das condições da oferta, a possibilidade de resolução de uma ordem ou intenção deverá basear-se no art. 126º, nº2 CodVM ou no denominado direito ao arrependimento¹²¹? E aplica-se a legislação relativa aos contratos celebrados à distância e fora do estabelecimento comercial, contida no DL n.º 24/2014, de 14 de Fevereiro? É permitida a publicidade comparativa, por exemplo entre mútuo oneroso e depósitos bancários simples ou estruturados, conforme previsto no Código da Publicidade, aprovado pelo DL n.º 330/90, de 23 de Outubro?

11. 2. Contributos para uma regulação e supervisão nacionais efetivas.

Uma regulamentação mais perfeita é essencial para uma melhor supervisão e *enforcement*, mas também para que esta atividade económica atinja os objetivos de crescimento. Por exemplo, a exigência pela Lei de requisitos de experiência e conhecimentos, práticos e académicos, dos titulares de órgãos da entidade financiada ou beneficiada, tem uma vantagem real. As experiências comparadas têm demonstrado que existem mais *chances* de êxito da atividade quando o *board* ou os diretores (ou outros colaboradores essenciais) detêm vasta experiência profissional e boas qualificações académicas. As *start-ups* são igualmente vistas como um meio de inovação e no caso de os titulares ou dirigentes serem graduados *MBA*s ou *PhDs* funciona publicamente como sinónimo de experiência e de aposta na educação. A estatuição destes requisitos é facilmente verificável pelo CV e certificados.

Ao estatuir-se a exclusividade do exercício de uma atividade de intermediação através de um único meio — *internet* —, o acompanhamento periódico de cada Plataforma eletrónica, dos seus conteúdos, da conformidade legal da sua atividade e dos seus Beneficiários adota formas particulares. A supervisão *on desk* passará pela verificação *periódica* do funcionamento do *website* (eventualmente solicitando o regulador à Plataforma, no ato da autorização e registo, uma “conta *demo*” — conta-demonstração que permite simular em qualquer momento a intervenção por um investidor). Também *on desk* se pode aferir do cumprimento das regras sobre informação e

¹²⁰ Profusa apreciação sobre a aplicação do Direito do Consumo tem sido objeto da doutrina espanhola e do *Centro de Estudios de Consumo* — assim FABA, 2015, in www.ucim.es/centro/cesco

¹²¹ Embora o artigo 3º, nº3, d) da Diretiva 2011/83/EU, do PE e do Conselho, de 25 de Outubro de 2011, afaste expressamente as suas normas de proteção do consumidor nos contratos relativos a serviços financeiros, não é líquido que nestes serviços não harmonizados estejamos perante tal tipo de serviços.

publicidade de cada projeto, se não se preferir uma supervisão *ex ante* (por exemplo através de comunicação de operações ao regulador, prévias ao início do prazo para contratação). Na difusão de projetos ou empresas, deve existir uma *proporcionalidade* entre os incentivos ao investimento constantes da Plataforma e as Advertências obrigatórias para os riscos inerentes aos projetos e ao *crowdfunding*.

Um meio de excelência para a supervisão é a *internet* e os canais utilizados e disponibilizados pelas Plataformas em redes sociais e organizacionais. Deve ser aproveitada pelo regulador para contactos diretos com os Investidores (enviando-lhes questionários de supervisão), para participar nas redes sociais (e delas fazer parte verificando a informação) e nos *chat rooms* (para saber e obter a informação que aí circula), descobrindo eventuais atividades ilegais de angariação, de consultoria ou de angariação (e os seus Autores).

A utilização de instrumentos tradicionais de supervisão *a priori* (autorizações, registos, comunicações prévias, entrevistas com responsáveis pela Plataforma e alguns Beneficiários), permite obter informação e tentar antecipar da forma possível e diligente a prática de eventuais ilícitos. Mas a opção pelos meios audiovisuais deverá sobrepor-se à exigência de obtenção dos investidores de documentos ou de advertências e consentimentos escritos e/ou manuscritos.

A regulamentação da prestação de informação prévia, sobre a atividade de *crowdinvestment* e a atividade ou projeto do Beneficiário, os respetivos riscos e as advertências, deverá utilizar os novos meios de difusão. Por exemplo, poderá incluir-se, num momento posterior à entrada pelo investidor na Plataforma mas prévio à possibilidade de contratar, meios interativos para aferição da experiência e dos conhecimentos dos investidores. É importante, antes de o investidor decidir “levantar voo” num projeto, obrigá-lo a ver um pequeno documentário falado, com explicação do meio que está a utilizar, do projeto e dos riscos, e quaisquer outras advertências legais. Estes pequenos filmes devem ser *vistos e ouvidos* pelo investidor, obrigatoriamente, antes de manifestar qualquer ordem ou fazer uma prestação. Utilizar os mesmos meios telemáticos terá decerto um resultado mais impressionante e imediato do que um folheto pleno de sinais semafóricos, com cores de perigo e declarações escritas e manuscritas de conhecimento, dado tratar-se de uma atividade exclusivamente telemática e digital.

A supervisão contínua ou *ongoing* deve assentar também em supervisões de rotina ou especiais (dedicadas a um tema) *on desk* e *on site*. São sumamente importantes as intervenções “ad-hoc”, *vg* motivadas pelas queixas, reclamações ou pesquisas feitas *motu proprio* pelo regulador nas redes sociais e informáticas e nas Plataformas, de que decorra com grande probabilidade a existência de práticas contínuas irregulares. A realização de “operações de Cliente-Mistério” pelo regulador (que assume o papel de um investidor de retalho), ou os denominados *Dawn Raids* (que se fundam na essencialidade do elemento surpresa), constituem outros instrumentos fundamentais de fiscalização (prévios a uma investigação para sanção).

No caso de *crowdfunding* é essencial que a inspeção ou supervisão *on site* seja acompanhada pela intervenção de equipas multidisciplinares, com a inclusão de profissionais especialistas em informática que permitam verificar *in loco* as Plataformas e redes informáticas utilizadas. As supervisões *on site* podem ocorrer antes de serem conferidas autorizações, ou podem ser periódicas, numa escala de inspeção que pode ir de mensal a anual, segundo o mercado, os *players* e os resultados dos *modelos de risco e tendências*.

A adoção *worldwide* de modelos de risco assenta na construção de pirâmides de graduação do risco (notação do risco) em que os supervisionados podem incorrer, e que formam os Planos de Inspeção obrigatórios. A sua construção baseia-se nas quotas de mercado atingidas por cada Plataforma, no número de operações realizadas e em curso, no volume de negócios e de investidores angariados, mas também em eventuais processos judiciais e contraordenacionais existentes (atendendo aos montantes envolvidos e ao número de processos). Nas empresas que sejam auditadas são necessariamente tomados em conta os resultados operacionais e eventuais reservas na certificação das contas, mas também procedimentos mais informais como o volume de queixas e de reclamações. Com os modelos de risco formula-se uma *ordem* das melhores e piores empresas (em termos de risco), ordenação que é essencial para o desempenho de uma supervisão. O regulador fixa os seus alvos com base na classificação do *perigo* ou do *risco*, por ordem de potencialidade ou gravidade, e este modelo é igualmente fundamental para que o regulador se possa defender contra eventuais acusações por danos decorrentes de omissões regulatórias¹²².

Estas intervenções são também importantes incentivos para todo o mercado e seus agentes, pois dá um sinal de constante acompanhamento da atividade (confiança), de colaboração e cooperação com as Plataformas (enfim, de prevenção, mais do que repressão).

A obrigatoriedade de a Plataforma publicar no seu *website* estatísticas de onde constem os valores globais angariados, os projetos e respetivo estágio de desenvolvimento, os Beneficiários que estão em *default* ou com dificuldades de cumprimento das cláusulas acordadas, permitem aferir do seu sucesso ou insucesso e são uma regra de transparência importante para fomentar a Segurança do público investidor. Ao mesmo tempo, expõe aos reguladores factos suscetíveis de análise e investigação.

A esta informação deve ser acrescentada a divulgação de informação sobre o progresso das ofertas durante o respetivo prazo, e no final do ano a publicitação de um relato financeiro e o estágio da empresa ou projeto. Tal procedimento obriga os detentores de Plataformas a adotar um comportamento mais exigente na contratação e aceitação dos Beneficiários, aprofundando a *due diligence* para além do legalmente determinado — reforçando a sua função de *gatekeeper*.

¹²² CATARINO, 2014: 145.

Conclusões sobre o regresso ao Passado.

O *crowdinvestment* traduz uma forma de “regresso ao passado” pela desregulação de atividades como as ofertas públicas, a prestação de serviços de intermediação financeira e mesmo bancários, a informação para proteção dos investidores, a regulação comportamental e prudencial de intermediários na atividade de financiamento. Podendo ser considerado indicado para um mercado de financiamento *low cost*, as isenções legais criadas na rede regulatória apresentam novas oportunidades de intervenção e de negócio também para as instituições financeiras tradicionais. Existe a possibilidade de contratarem atividades de assessoria com as Plataformas e os beneficiários ou entidades a financiar; prestar serviços legalmente reservados (de depósitos a pagamentos, consultoria ou registo); desenvolver meios informáticos para prestar tais serviços e apoiar de forma célere e segura esta atividade de intermediação *equity based* — eventualmente com a contratação on-line. Mister é que as instituições tradicionais sejam elas próprias empreendedoras e inovadoras, sendo certo que trazê-las para esta nova atividade traz segurança e regulação acrescidas.

O *crowdinvestment* traduz igualmente um (pequeno) “passo para o futuro”. Quando ainda se tenta perceber como a *débauche* de uma instituição como o Lehman Brothers conseguiu criar um turbilhão no Mundo inteiro, a diluição do risco sistémico inerente à concentração pode ser prosseguida pela maior concorrência e pela inovação financeira e tecnológica. Uma *light touch regulation* de alguns setores e serviços¹²³ é por ora uma solução possível frente ao Mundo digital, diminuindo as externalidades do *regulatory overshooting* a que se assistiu como reação às crises financeiras. É certo que a não harmonização regulatória e a inovação sem limites acarreta perigos há muito estudados, com o *fórum shopping* e a possível tendência de *race to the bottom*. Mas a democratização do investimento com regulação preventiva da fraude, ao permitir que o público possa chegar diretamente a *start-ups* que poderão vir a ter muito valor no mercado, dilui o fechado “mercado dos investidores profissionais”. Ao permitir-se validar *on line* aquelas empresas ou projetos que tenham maior possibilidade de êxito, obtemos uma espécie de plebiscito imediato aos projetos e, por inerência, às Plataformas.

A par dos muitos problemas que elencámos *supra*, deixamos um dos que mais nos preocupa. É essencial legislar bem, numa atividade ainda não harmonizada na União (mas que seguirá mimeticamente as orientações dos grandes *fora* internacionais), e estatuir regras de aplicação da lei no espaço. Dadas as liberdades Comunitárias e o meio utilizado por esta atividade (*worldwideweb*), é preocupante a possibilidade de empresas estrangeiras poderem recorrer à angariação de financiamento pelo público através de Plataformas sedeadas em outros Estados.

¹²³ <http://www.crowdfundinsider.com/2016/05/85762-global-crowdfunding-local-regulation-from-light-touch-to-prescriptive-bespoke-rules/>

Não existindo passaporte comunitário para o financiamento colaborativo, aplicam-se as liberdades dos Tratados constitutivos da União. Num primeiro olhar, esta conclusão é benéfica para os Estados e seus nacionais em termos de liberdade de iniciativa, de empresa, de concorrência, e de inovação financeira, mas explosiva perante a possibilidade da prática de fraudes ou outros ilícitos transfronteiras. Os Estados-membros detêm, nos termos das demais atividades económicas, a possibilidade de *proibir* a atividade transfronteiriça nos termos da proteção da ordem e do interesse públicos, ou de *limitar* a mesma no seu território, por exemplo sujeitando-a a requisitos e condições para proteção dos investidores — desde que as medidas não sejam desproporcionadas. A utilização deste mecanismo é sempre controvertido e para colmatar esta ineficiência deve a legislação nacional determinar de forma clara o regime jurídico material aplicável à atividade, afastando desde logo a possibilidade de as ofertas se conformarem com o regime do Estado-membro da sede da empresa, preferindo a aplicação do regime do Estado-membro de acolhimento.

A regulação, a supervisão, o *public enforcement* e a sanção administrativa ou criminal (para além do *private enforcement*) também serão também mais eficazes se for prescrito que as empresas (beneficiárias ou detentoras de Plataformas) tenham sede ou direção efetiva em Portugal.

A conjugação de soluções tradicionais perante o risco da modernidade permitirão que o novo instrumento seja efetivamente um motor de crescimento e de emprego. A eficiência daí decorrente poderá fazer com que este regresso ao individualismo, inerente à apologia do *Self* e do livre empreendedorismo, possa reverter, no futuro, para um benefício comum.

“Cada indivíduo esforça-se por aplicar o seu capital de modo a que a sua produção tenha o máximo valor. Geralmente não tem intenção de promover o interesse público. Pretende unicamente a sua segurança, o seu próprio ganho.

E assim prossegue, como que levado por uma mão invisível, na consecução de uma finalidade que não fazia parte das suas intenções: (...) o interesse da sociedade, de uma forma mais efetiva do que realmente pretende fazer.”

Adam Smith, *A Riqueza das Nações*, 1776

Bibliografia

- AHLERS, Gerrit K.C., CUMMING, Douglas, GÜNTHER, Christina, SCHWEIZER, Denis, 2013, *Signaling in Equity Crowdfunding* http://www.law.northwestern.edu/research-faculty/searlecenter/events/innovation/documents/Cumming_Signaling_in_Equity_Crowdfunding.pdf
- ARMOUR, John, HANSMANN, Henry, e KRAAKMAN, Reiner, 2009, "The essential elements of Corporate Law: What is Corporate Law?", *Discussion Paper n° 643*, Cambridge Law School, disponível in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436551
- BANERJEE, Abhijit, 1992, "A Simple Model of Herd Behaviour", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 3, pp. 797-817, disponível pela MIT Press in <http://economics.mit.edu/files/8869>
- BERTOZZO, Matthieu, 2015, "Le financement participatif: L' état du droit français", *Revue générale du droit*, disponível in www.revuegeneraledudroit.eu
- BRADFORD, Steven, 2012, "Crowdfunding and the federal securities law", *Columbia Business Law Review*, 1, pp. 1-150, <http://digitalcommons.unl.edu/6CC6E76D-4F09-47C0-A332-DD1FB8294CC5/FinalDownload/DownloadId-1C9861CF276A498766612315A24F64A5/6CC6E76D-4F09-47C0-A332-DD1FB8294CC5/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>
- CÂMARA, Paulo, 2009, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra
- CARRASCO, Angel, 2014, "La Financiación Participativa através de Plataformas de Crowdfunding", *Centro de Estudios de Consumo*, www.uclm.es/centro/cesco
- CATARINO, Luís Guilherme, 2009, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2009
- 2012, "A "agencificação" administrativa na regulação financeira da UE: Novo meio de regulação?", *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano III, nº9, Jan/Mar, pp. 147-203
- 2014, "Governar com a Administração Independente: *Quis custodiet ipsos custodes?*", *Revista da Concorrência e da Regulação*, Governar com a Administração Independente: *Quis custodiet ipsos custodes?*", *Revista da Concorrência e da Regulação*, Ano V, nº 17, Jan/Mar, pp.
- CATARINO, Luís e PEIXE, Manuela, 2015, "A nova regulamentação dos mercados financeiros - um Tsunami regulatório?", Partes I e II, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. XIV, disponível desde 2016 *e-boock*
- COLLINS, Liam e PIERRAKIS, Yannis 2012, *The Venture Crowd*, NESTA, Julho 2012, in https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf
- CUMMING, Douglas J., LEBOUEF, Gael, SCHWIENBACHER, Armin, 2015, *Crowdfunding Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing*, <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/CrowdfundingModels-KeppItAll-AllorNothing.pdf>

- COOTER, Robert e EDLIN, Aaron, 2013, “The *Double Trust Dilemma*: Combining Ideas and Capital”, in Robert Cooter, (ed) *The Falcons Gire: Legal Foundations of Economic Innovation and Growth*, n.1, Berkeley Law Books, in <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/1/>
- DIAS, Gabriela Figueiredo, 2012, “Anotação ao art.º 279.º” in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coord. COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina
- DUYGAN-BUMP, Burcu, LEVKOC, Alexey e MONTORIOL-GARRIGA, Judit, 2014, *Financing Constraints and Unemployment: Evidence from the Great Recession* Federal Reserve Bank of Boston, *Working Paper* No. QAU10-6 disponível in <http://www.bos.frb.org/bankinfo/qau/wp/2010/qau1006.pdf>
- FABA, José Maria Martín, 2015, “El *Crowdlenging* en España: regulación y experiencias. Especial referencia a la PFP”, *Comunitae*, in www.ucim.es/centro/cesco
- FINK, Andrew C., 2012, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the Crowdfund Act* <http://www.udetmercylrev.com/wp-content/uploads/2016/05/Fink.pdf>
- GOSSEL, Britta, et al “Crowd and Society: Outlining a Research on the Societal Relevance and Portencial of Crowdfunding”, in Dennis BRÜNTJE e Oliver GAJDA, eds., 2015, *Crowdfunding in Europe – State of the Art in the Theory and Practice*, Springer, Bruxelas, p. 49-75. Também disponível in https://www.researchgate.net/publication/300558496_The_Perfect_Regulation_of_Crowdfunding_What_Should_the_European_Regulator_Do
- GREENFIELD, Kent, 2002, “September 11th and the End Of History for Corporate Law”, in *Tulane Law Review*, vol. 76, p. 1409-29
- HAGERDON, Anja e PINKWART, Andreas, 2016, “The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding. An Empirical Analysis”, Dennis BRÜNTJE e Oliver GAJDA, eds., 2015, *Crowdfunding in Europe – State of the Art in the Theory and Practice*, Springer, Bruxelas pp. 75-9. Também disponível in https://www.researchgate.net/publication/300558496_The_Perfect_Regulation_of_Crowdfunding_What_Should_the_European_Regulator_Do
- HARTMAN, Thomas, FOLEY e LAUDNER LLP, *The Cost of Being Public in the era of Sarbanes-Oxley Act*, 2007, in <https://www.foley.com/files/Publication/6202688d-eebc-42bc-8169-dfb14ef3ced/Presentation/PublicationAttachment/666c1479-ea9c-4359-bb07-5f71a18166f6/Foley2007SOXstudy.pdf>
- HEMER, Joachim, 2011, *A snapshot on crowdfunding*, Working papers firms and region, No. R2/2011, Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI http://www.isi.fraunhofer.de/isi-wAssets/docs/p/de/arbapap_unternehmen_region/ap_r2_2011.pdf
- HOOGHIEMSTRA, Sebastian e BUYSERE, Kristof de, 2016, “The perfect Regulation of Crowdfunding: What should the European Regulator Do?”, in Dennis BRÜNTJE e Oliver GAJDA, eds., 2015, *Crowdfunding in Europe – State of the Art in the Theory and Practice*, Springer, Bruxelas, pp-135-166. Também disponível in https://www.researchgate.net/publication/300558496_The_Perfect_Regulation_of_Crowdfunding_What_Should_the_European_Regulator_Do
- HOPT, Klaus, 2007 “*Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives and Global Competition*”, «La società per azioni oggi – atti del Convegno Internazionale», in *Rivista della Società*, Milão, Giuffré, pp. 45-81
- HORNUF, Lars e SCHWIENBACHER, Armin, 2014, Should Securities Regulation Promote Crowdinvesting? Univ. de Munique, Discussion Paper nº 2014-27, in [https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/1/Hornuf,%20Schwienbacher%20\(2015\)%20Should%20securities%20regulation%20promote%20crowdinvesting.pdf](https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/1/Hornuf,%20Schwienbacher%20(2015)%20Should%20securities%20regulation%20promote%20crowdinvesting.pdf)

- HORNUF, Lars e SCHWIENBACHER, Armin, 2014, *The Emergence of Crowdfunding in Europe*, Univ. de Munique, Discussion Paper nº. 2014-43 <https://epub.ub.uni-muenchen.de/21388/1/Hornuf%20Schwienbacher%20-%20The%20Emergence%20of%20Crowdfunding%20in%20Europe.pdf>
- HORNUF, Lars, e SCHWIENBACHER, Armin, 2014, “Crowdfunding – Angel Investing for the Masses?”, in *Handbook of Research on Venture Capital*, vol. 3, disponível in http://www.academia.edu/6486609/Crowdfunding_Angel_Investing_for_the_Masses
- IVANOV, Vlad e BAUGUESS, Scott, 2012, *Capital Raising in the United States: The Significance of Unregistered Offerings Using the Regulation D Exemptions*, disponível em http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/acsec103111_analysis-reg-d-offering.pdf
- LÓPEZ, Manuel Jesús Marin, 2015, “Crowdfunding, Intermediario de Crédito e Préstamos al Consumo”, Centro de Estudios de Consumo, www.uclm.es/centro/cesco
- MICHIE, Randal C., 2006, *The Global Securities Market – a History*, Oxford University Press
- MONTORO, Lourdes García, 2015, “Crowdfunding en la EU”, *Centro de Estudios de Consumo* www.uclm.es/centro/cesco
- MORITSZ, Alexandra e BLOCK, Joern, 2015, “Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions”, in Dennis BRÜNTJE e Oliver GAJDA, eds., 2015, *Crowdfunding in Europe – State of the Art in the Theory and Practice*, Springer, Bruxelas, p.38
- NESLUND, Kristofer, 2014, “The United States’ new Crowdfunding Rules: a Pandora Box?”, *Sintez*, Ashland University
- NUNES, João Andrade, 2015, “Os deveres de informação no mercado de valores mobiliários e o prospeto”, *Revista da Concorrência e da Regulação*, Ano VI, nº 23-24, Jul/Dez, pp.170-205
- OGUS, Anthony, edit, 2002, *Regulation, Economics, and the Law*, ERC, Northampton.
- PARSONT. Jason, 2012, *Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption*, pp. 282-343, <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2014/10/4.2-6.-Parsont-Crowdfunding.pdf>
- PEREIRA, Paulo Silva, 2012 *The Role of Crowdfunding in Promoting Entrepreneurship*, Lisbon MBA International, Católica /Nova/MIT, in <http://pt.slideshare.net/Kaliakra/the-role-of-crowdfunding-in-promoting-entrepreneurship-paulo-silva-pereiravfinal>
- ROSSI, Guido, 2006, “Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act”, *Rivista delle Società*, nº 5/6, Ano 51, pp. 890-905 (também in «La società per azioni oggi – atti del Convegno Internazionale», in *Rivista della Società*, Milão, Giuffrè, pp. 25-44
- SANTOS, João Vieira dos, 2015, “Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades”, *Revista Electrónica de Direito*, in <http://www.cije.up.pt/content/crowdfunding-como-forma-de-capitaliza%C3%A7%C3%A3o-das-sociedades>
- SCHWARTZ, Andrew 2013, “Crowdfunding Securities”, vol. 88, nº3, *Notre Dame Law Review* disponível in <http://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1135&context=ndlr>
- SINDE MONTEIRO, Jorge. 1989, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Coimbra, Almedina
- TROSI, Angela 2014, “Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari”, revista *Contratto e Impresa – Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale*, nº2, Anno XXX, WK, pp. 519-535

