

## ***Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades***

***Crowdfunding as a way to finance companies***

**João Vieira dos Santos**

Pós-Graduando em Direito Bancário, da Bolsa e dos Seguros na Faculdade de Direito da  
Universidade de Coimbra

Mestre em Direito e Gestão pela Universidade Católica Portuguesa do Porto

Março de 2015

**RESUMO:** Neste artigo procuramos abordar o surgimento da figura do *Crowdfunding*, um novo meio de financiamento, junto do público, que recorre a plataformas *online*. Explicitamos as diferentes modalidades existentes: o *Crowdfunding* através de donativo, o *Crowdfunding* com recompensa, o *Crowdfunding* de capital e o *Crowdfunding* por empréstimo. Pretendemos, também, analisar de que modo este novo mecanismo de financiamento pode ser introduzido no nosso ordenamento jurídico de forma a financiar as nossas sociedades comerciais, considerando os seus riscos de fraude e as limitações legais que possam surgir, sobretudo no Direito Societário português. Dessa forma, procuramos estudar, no plano dos beneficiários, das plataformas de negociações e dos investidores, os ordenamentos jurídicos que já regulamentam o *Crowdfunding* (o dos Estados Unidos da América, o de França e o de Itália). Por último, tencionamos comentar o Projeto de Lei n.º 419/XII, de 30 de Abril de 2013, que pretende aprovar, em Portugal, o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (*Crowdfunding*) e os desenvolvimentos que existem na União Europeia para regulamentar a figura.

**PALAVRAS-CHAVE:** *Crowdfunding*; Regulamentação; Sociedades Comerciais; Beneficiários; Plataformas *Online*; Investidores.

**ABSTRACT:** In this essay, we seek to address the emergence of Crowdfunding, a new means of financing, by a crowd, using online platforms. We explain the different existing models: Donation-based Crowdfunding, Reward-based Crowdfunding, Equity-based Crowdfunding and Lending-based Crowdfunding. We also intend to analyze how these new funding mechanism can be introduced in the Portuguese legal system to finance our companies, taking into account the risk of fraud and the possible legal constraints, especially in the Portuguese Company Law. Therefore, we seek to research, regarding the fundraisers, the online platforms and the investors, the legal systems that already regulate Crowdfunding (the legal system of United States of America, the legal system of France and the legal system of Italy). Last but not the least, we intend to comment the Law Project n.º 419/XII, from 30 April 2013, that aims to approve the Crowdfunding legal Framework in Portugal and the recent developments registered in the European Union to regulate this tool.

**KEY WORDS:** *Crowdfunding*; Regulation; Companies; Fundraisers; Online Platforms; Investors.

## SUMÁRIO:

1. Introdução
2. Definição
3. *Crowdsourcing*
4. Vantagens e desvantagens em comparação a outros meios de financiamento de sociedades
5. Modalidades de *Crowdfunding*
  - 5.1. *Crowdfunding* através de donativo
  - 5.2. *Crowdfunding* com recompensa
  - 5.3. *Crowdfunding* de capital
  - 5.4. *Crowdfunding* por empréstimo
6. A regulamentação do *Crowdfunding*
  - 6.1. O plano dos beneficiários
  - 6.2. O plano das plataformas de negociação
  - 6.3. O plano dos investidores
7. O *Crowdfunding* no ordenamento jurídico societário português
8. O Projeto de Lei n.º 419/XII
9. O *Crowdfunding* na União Europeia
10. Conclusões
- Bibliografia



## 1. Introdução

O comércio sempre se fundou na relação entre as pessoas e as suas necessidades com vista à distribuição mais eficiente dos bens. Esta relação costumava assentar na proximidade, na confiança, a chamada *fiducia*<sup>1</sup>. Todavia, atualmente, os negócios fazem-se cada vez mais com quem consegue transmitir a sua ideia eficazmente. A propagação dos meios eletrónicos e a globalização da economia vieram tornar mais importante a estética da mensagem do que o seu conteúdo, promovendo a simplicidade e celeridade na comunicação entre os diferentes intervenientes. Estamos a experienciar uma era, também, “em que a realização profissional exige maior autonomia por parte das pessoas, e esse estímulo tem potenciado as capacidades de iniciativa e de gerar novas ideias e negócios a partir do zero”<sup>2</sup>.

Além disso, vivemos dias em que as pequenas e médias empresas confrontam-se com reais dificuldades em obter financiamento. Os problemas financeiros dos bancos - originados pelo contágio da crise da Banca de Investimento à Banca Comercial<sup>3</sup> - e as políticas monetárias europeias chegaram a um ponto em que “na sequência de injecções em massa de liquidez (*Quantitative Easing*) e de juros muito baixos, vários Bancos ficaram sentados em montanhas de liquidez e a não (re)distribuírem o crédito às empresas, sobretudo PME's, às famílias e à economia real, e mesmo a outros bancos, com o fechamento do mercado interbancário sobretudo às instituições de crédito de países com grave risco da dívida soberana como Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha, concretizando-se assim um exemplo do que Keynes chama a *armadilha da liquidez*”<sup>4</sup>.

Fatores estes que conduziram a um contexto favorável ao surgimento da figura do *Crowdfunding*<sup>5</sup>, um novo meio de financiamento, junto do público, que recorre a plataformas online e que é objeto do nosso estudo. Aliás, o *Crowdfunding* constitui já “uma importante fonte de financiamento para cerca de meio milhão de projetos europeus em cada ano”<sup>6</sup> e

<sup>1</sup> Que etimologicamente significa confiança, cf. VIEIRA CURA, “*Fiducia Cum Creditore*” in *Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra*, supl. vol. XXXIV, Coimbra, 1991, p. 1. Certas análises lexicais mostram que o termo tem por base o profano e o sagrado, GERARD FREYBURGER, “*Étude sémantique et religieuse depuis les origines jusqu'à l'époque augustéenne*” in *L'Antiquité classique*, Tome 59, Persee, Brussels, 1990, pp. 439-441. “A deusa fides (fé), divindade reconhecida por cives (cidadão romanos) e por non-cives (peregrinos), era invocada na celebração dos negócios de peregrinos entre si e dos negócios entre peregrinos e cidadãos romanos. Ela velava pelo cumprimento desses negócios, castigando os faltosos e protegendo os cumpridores”, SEBASTIÃO CRUZ, *Direito Romano (ius romanum)*, Tomo I, Introdução, Fontes, 4.<sup>a</sup> ed., Coimbra, 1984, p. 241, nt. 289.

<sup>2</sup> RICARDO MARQUES, *Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://empreendedorismo.pt/>, data de consulta a 12-2-2015.

<sup>3</sup> “Destarte, o risco sistémico acentua-se duplamente: o alargamento do objecto de actividade expõe os activos dos bancos a novos riscos, que extravasam o risco inherente às clássicas operações passivas e activas; a concentração de diferentes actividades num conglomerado dissemina pelo todo o risco de cada uma das partes constitutivas”, JOSÉ QUELHAS, “Nótulas sobre a Reforma do Sector Bancário da União Europeia após a Crise Financeira” in *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LVI, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra - Instituto Jurídico, Coimbra, 2013, p.527.

<sup>4</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Fundos de Investimento e Fundos de Garantia - Sumários (Ano lectivo 2014/2015)*, apontamentos policopiados, p. 73. Relativamente a este assunto é interessante ter em conta a opinião de Richard Koo, economista japonês, que refere que estamos perante uma “recessão de balanço”, em que as poupanças do sector privado são enormes e as taxas de juro baixíssimas, sendo que a única solução são os estímulos orçamentais e a canalização das poupanças para a aquisição de títulos de dívida, vd. <http://www.publico.pt>, data de consulta a 21-1-2015.

<sup>5</sup> *Crowdfunding* é, usualmente, traduzido para “Financiamento Colaborativo” ou “Financiamento Coletivo”. Preferimos, neste ensaio, usar o termo original.

<sup>6</sup> Parecer da Comissão de Assuntos Europeus e da Comissão da Economia e das Obras Públicas sobre o Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao

uma prática corrente no nosso país, através de donativos e recompensas, sobretudo nas campanhas de sensibilização e no financiamento de trabalhos musicais de artistas portugueses<sup>7</sup>.

Verificamos, no entanto, que as modalidades de *Crowdfunding* de maior crescimento, o *Crowdfunding* por capital e o *Crowdfunding* por empréstimo, em que os investidores são remunerados, não existem, ainda, em Portugal. A sujeição destas modalidades de *Crowdfunding* à regulamentação financeira e bancária complica a sua adoção. As restrições do ordenamento jurídico português e a sua complexidade tornam estas formas de investimento demasiado onerosas para as pequenas e médias empresas, que, para além de não conseguirem aceder ao crédito bancário, não têm uma estrutura adaptável para se financiarem no mercado regulamentado.

Defrontamo-nos, também, com a incapacidade da União Europeia em adotar estas modalidades do *Crowdfunding*, por não ter um quadro legal adaptado e maneira de garantir “aos investidores o acesso a informações transparentes e fiáveis sobre os projetos de *Crowdfunding*, os montantes reunidos e a sua utilização, assim como uma proteção devida, nomeadamente em termos de propriedade intelectual e quanto a informações sensíveis publicadas por startups”<sup>8</sup>.

Encontramos, porém, alguns países que adaptaram o seu ordenamento para receberem estas figuras - que revolucionam a forma das pequenas e médias empresas financiarem-se -, com o objetivo de potenciar o crescimento da economia real. Visamos, assim, entender as limitações que existem no ordenamento jurídico português à capitalização das sociedades através do *Crowdfunding* de capital.

---

Comité das Regiões: *Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*, COM (2014) 172, p.3, disponível em: <http://ec.europa.eu/>, data de consulta a 15-2-2015.

<sup>7</sup> “Efetivamente, com o objetivo de promover o *crowdfunding* foram criadas plataformas portuguesas como a *massivemov* e o *PPL - Crowdfunding Portugal*. A *massivemov* foi fundada em 2011, como uma plataforma de financiamento na multidão, tendo como objetivo ser uma alternativa de financiamento para projetos inovadores com valor acrescentado de empreendedores e empresas. Segundo dados disponíveis na internet, o projeto com maior valor financiado atingiu os 8.319 euros, num valor total financiado, até à data, de 103.548 euros. A taxa de sucesso dos projetos financiados atinge neste momento os 52%. Também o *PPL - Crowdfunding Portugal* nasceu em 2011, tendo sido criado pela empresa *Orange Bird*, cujo objetivo é promover o conceito de *crowdfunding* (financiamento coletivo) em Portugal e, consequentemente, dinamizar o empreendedorismo e o desenvolvimento social. O site foi inaugurado em junho de 2011, tendo em agosto de 2011 sido colocada em serviço a plataforma com os sete primeiros projetos. Em 2012, 34 projetos publicados conseguiram financiamento, tendo obtido, em média, 110% do valor necessário. No total foram angariados mais de 100 mil euros. Em novembro de 2012, o *PPL - Crowdfunding Portugal* lançou, em parceria com o Banco Espírito Santo, a plataforma *BES Crowdfunding*, dedicada a projetos de cariz social de Instituições Particulares de Solidariedade Social (IPSS) ou Organizações Não-Governamentais (ONG). Os projetos publicados têm um cofinanciamento de 10% pelo Banco Espírito Santo, ao abrigo da sua política de responsabilidade social. Devido ao desenvolvimento e impacto destas plataformas, a Católica-Lisbon School of Business & Economics, em parceria com o *PPL - Crowdfunding Portugal* e a Fundação Calouste Gulbenkian organizou, em 28 de setembro de 2011, o primeiro evento internacional em Portugal sobre o tema do *crowdfunding*. Já no ano seguinte, a 11 de dezembro, o Grupo Parlamentar do Partido Socialista (GPPS) realizou uma conferência sobre *crowdfunding*, onde Deputados, especialistas e investigadores abordaram as vantagens e desvantagens da sua regulamentação e as novas possibilidades de financiamento que este novo conceito permite, quer em Portugal, quer no Mundo”, excerto retirado do Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas sobre o Projeto de Lei 419/XII, 2013, disponível em: <http://debates.parlamento.pt>, data de consulta a 6-1-2015.

<sup>8</sup> MICHAEL BARNIER, *Financement participatif : quel(s) cadre(s) mettre en place au niveau européen pour en saisir le potentiel tout en limitant les risques?*, 2013, tradução livre, disponível em: <http://europa.eu/>, data de consulta a 25-1-2015.

Desta forma, pretendemos, neste estudo, definir e delimitar a figura do *Crowdfunding*, compará-la com outros meios de financiamento de sociedades, examinar as restrições do ordenamento jurídico português ao *Crowdfunding* de capital e analisar a sua regulamentação em diversos ordenamentos jurídicos, de modo a perceber o que Portugal poderá fazer para adotar esta modalidade de *Crowdfunding*, de forma a financiar as suas sociedades.

Observaremos, detalhadamente as questões jurídico-societárias que se suscitam no *Crowdfunding* de capital, para depreender como esta figura pode-se configurar no nosso direito societário e quais são as necessidades as nossas sociedades comerciais para se financiarem através deste mecanismo.

Analisaremos, também, o Projeto de lei n.º 419/XII que pretende aprovar o regime jurídico do *Crowdfunding* no nosso país e os estudos da União Europeia com vista a regulamentar a figura, aferindo o mérito das suas soluções.

## 2. Definição

A ideia basilar do *Crowdfunding*<sup>9</sup> não é nova, mas “o recurso à *internet* e uma abordagem *ex-ante* permitiram novas aplicações”<sup>10</sup>. Já no século XVIII, Alexander Pope<sup>11</sup>, Mozart e Beethoven<sup>12</sup> recorreram a este método para financiarem as suas obras<sup>13</sup>. Em Portugal, no século XIX, também utilizavam o método da subscrição pública para a construção de monumentos, como a Praça dos Restauradores<sup>14</sup> em Lisboa. Basicamente, este método

<sup>9</sup> O termo *Crowdfunding* foi usado pela primeira vez em 2006, quando Michael Sullivan fundou a *Fundavlog*, uma tentativa fracassada de criar uma plataforma de projetos e eventos ligados ao *videoblog*, que proporcionava a oportunidade de fazer doações *online*, cf. SALVATORE ADAMO, *Il Crowdfunding in Italia: Evoluzione normativa e profili quali-quantitative*, 2014, p. 9, disponível em: <https://etd.adm.unipi.it/>, data de consulta a 15-1-2015.

<sup>10</sup> NUNO MOUTINHO e PEDRO LEITE “How to CrowdFund an Idea in Digital Platforms” in *Livro de Atas do III COBCIBER*, 2012, tradução livre, p.375, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data da consulta a 30-1-2015.

<sup>11</sup> Alexander Pope traduziu a Ilíada de Homero em inglês, recorrendo a financiamento do público. Pope, em vez de procurar um rico e influente benfeitor, apelou à subscrição pública – em troca de 2 moedas, qualquer pessoa receberia uma cópia do livro. A iniciativa foi um sucesso, significando um dos primeiros exemplos conhecidos de *Crowdfunding*, cf. KYLE LESLIE SIM, *Equity Crowdfunding Dissertation*, 2014, p.7, disponível em: <https://pt.scribd.com/doc/235496297/Equity-Crowdfunding-Dissertation>, data de consulta a 12-1-2015.

<sup>12</sup> Mozart e Beethoven recorriam habitualmente ao financiamento coletivo para captar fundos para compor as suas obras. Mozart recorreu a este método de financiamento para conseguir realizar três concertos em Viena. Cf. <http://www.forbes.com/sites/wilschroter/2014/07/09/crowdfunding-around-the-world/>, data de consulta a 13-1-2015.

<sup>13</sup> Como outro exemplo, temos a captação de 100 mil dólares por parte do Jornal *The World*, em 1985, para pagar o pedestal da Estátua da Liberdade, graças aos donativos de 125 mil pessoas, cf. DIOGO JESUS, *Geography of pledging and application of funds of crowdfunding platforms and the impact on their online notoriety*, 2013, p. 8, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/10904>, data de consulta a 12-2-2015. Num período mais recente, também podemos citar o caso de realizador americano John Cassavetes, que realizou o seu primeiro filme *Shadows*, com fundos enviados por ouvintes de rádio pelo qual ele havia feito um apelo público em 1958, cf. JEREMY FRETIN, *Crowdfunding: Les ambiguïtés d'un modèle au cœur d'une économie culturelle en mouvement*, 2013, pp. 28 e ss., disponível em: <http://memoires.sciencespo-toulouse.fr/>, data de consulta a 20-1-2015. Finalmente, mencionar que a origem do *Crowdfunding* é por vezes associada com a data de 1997, quando o grupo de rock britânico Marillion, pediu aos seus fãs por meio de doações de *Internet* para financiar a sua tour, cf. JUDITH MATA, *Las campañas de crowdfunding. Su eficacia en proyectos lucrativos y causas sociales*, 2014, pp. 27 e ss., disponível em: <http://www.tdx.cat/handle/10803/279390>, data de consulta a 13-3-2015.

<sup>14</sup> Cf. Programa da inauguração do monumento aos restauradores (1886), disponível em: <http://virtualandmemories.blogspot.pt/>, data de consulta a 10-3-2015.

consiste num apelo à subscrição pública para a angariação de fundos provenientes de um ou vários investidores individuais, e aproxima-se de práticas muito conhecidas da nossa sociedade como as campanhas de solidariedade, a lotaria e as rifas. Só com o advento do uso da *internet* é que a figura começou a ganhar uma dimensão relevante e a sua própria identidade. Recentemente, Barack Obama conseguiu perto de 500 milhões de dólares em contribuições do público na *internet*<sup>15</sup>.

Característica essencial do *Crowdfunding* é a sua abordagem *ex-ante*. Kappel foi o primeiro a fazer a distinção de abordagens *ex-ante* e *ex post facto* *Crowdfunding*<sup>16</sup>, restringindo à segunda, financiamentos como o utilizado pelos *Radiohead*, em 2007, no seu álbum *In Rainbows*, em que a Banda lançou a versão digital do álbum e os seus consumidores contribuíam com um montante à sua escolha<sup>17</sup>- as pessoas financiaram o produto depois de este estar completo. No entanto, como facilmente se pode depreender, a abordagem *ex post facto* não tem qualquer interesse para agentes que não tenham uma grande capacidade de se auto-financiar.

Ademais, com o objetivo delimitar a figura ao seu uso corrente de função de financiamento de novos empreendedores através da *internet*, encontramos várias definições fornecidas pelos mais diversos autores: Ordanini, Miceli, Pizzetti e Parasuraman<sup>18</sup> definem o *Crowdfunding* como o esforço coletivo das pessoas, que se interligam e que juntam o seu dinheiro, geralmente através da *internet*, de forma a investir e apoiar os esforços de outras pessoas ou organizações; Schwienbacher, Belleflame e Lambert<sup>19</sup> consideram que é um convite público, essencialmente através da *internet*, para a provisão de recursos financeiros, quer seja em forma de donativo, quer seja em forma de alguma retribuição e/ou direitos de voto, de forma a apoiar iniciativas para propósitos específicos; Steinberg e DeMaria<sup>20</sup> definem *Crowdfunding* como o processo de pedir, ao público em geral, investimentos e donativos, através da *internet*, para novos empreendimentos; e Kappel<sup>21</sup> refere que é o ato de informalmente gerar e distribuir fundos, normalmente através da *internet*, por um grupo de pessoas para fins sociais, pessoais, lúdicos ou de outras índoies.

<sup>15</sup> Cf. RODRIGO DAVIES, *Civic Crowdfunding: Participatory Communities, Entrepreneurs and the Political Economy of Place*, 2014, p. 38, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 30-1-2015.

<sup>16</sup> Cf. TIM KAPPEL, *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.*, 2009, pp. 378 e ss., disponível em: <http://digitalcommons.lmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1550&context=elr>, data de consulta a 25-1-2015.

<sup>17</sup> Jack White, Beyoncé, Arcade Fire e David Bowie, utilizaram, posteriormente, o mesmo método de publicar o álbum antes que pudesse ser adquirido pelo público. Vd. <http://blog.thecurrent.org/2013/12/is-beyonces-surprise-album-a-game-changer-or-just-another-sign-of-these-lawless-times/>, data de consulta a 12-3-2015.

<sup>18</sup> Cf. ANDREA ORDANINI, LUCIA MICELI, MARTA PIZZETTI e PARASU PARASURAMAN, "Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms" in *Journal of Service Management*, Vol. 22 Issue 4, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, 2011, pp. 443 a 470.

<sup>19</sup> Cf. ARWIN SCHWIENBACHER, PAUL BELLEFLAME e THOMAS LAMBERT, *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 23-2-1015.

<sup>20</sup> Cf. SCOTT STEINBERG e RUSEL DEMARIA, *The Crowdfunding Bible. How to raise money for any Start-up, video or Project*, 2012, pp. 2 e ss., disponível em: <http://www.crowdfundingguides.com/>, data de consulta a 25-2-2015.

<sup>21</sup> Cf. TIM KAPPEL, *Ex Ante... ob. cit*, pp. 375 e ss..

Apesar desta variedade, todas estas definições parecem convergir na referência a uma forma de financiamento de projetos e empreendimentos, geralmente com recurso à *internet*, através de um convite ao investimento do público (*crowd*).

Por conseguinte, podemos identificar três sujeitos no *Crowdfunding*: o beneficiário que desenvolve o projeto a ser financiado; o investidor que financia o projeto; e a plataforma de negociação que funciona de intermediário entre o beneficiário e o investidor. “O serviço essencial empreendido por estas plataformas é fornecer um mecanismo para projetos encontrarem investidores e investidores encontrarem projetos”<sup>22</sup>. Sem embargo da figura do intermediário não ser essencial para o conceito do *Crowdfunding*, acabou por ser a melhor resposta prática para estabelecer uma relação estável entre o beneficiário e o investidor<sup>23</sup>. Deste modo, a plataforma acaba por se revelar indispensável ao criar uma comunidade virtual, estabelecendo um elo de comunicação entre o beneficiário e os investidores, com o intuito de todos poderem ajudar no desenvolvimento e sucesso do projeto<sup>24</sup>.

Estas plataformas reduzem as assimetrias de informação, permitindo diminuir, desse modo, as fraudes e a taxa de insucesso de forma a conseguir valorizar a confiança da população nesta nova forma de financiamento<sup>25</sup>.

As plataformas de negociação utilizam dois modelos de negócios no *Crowdfunding*: o *all or nothing*, em que existe um montante mínimo e um prazo para o alcançar, sob pena de todos os fundos regressarem aos investidores – fundos esses, que enquanto não se alcançar o objetivo poderão ser retidos num depósito *escrow*<sup>26</sup> -, sendo um ótimo método para evitar a fraude e para os beneficiários traçarem metas realistas<sup>27</sup>; e o modelo *all for all*, em que o projeto, quer alcance os objetivos ou não, receberá sempre os fundos<sup>28</sup>.

<sup>22</sup> ESMA (European Securities and Markets Authority), *Opinion – Investment-based Crowdfunding*, 2014, p. 7, disponível em: <http://www.esma.europa.eu/>, data de consulta a 29-1-2015.

<sup>23</sup> Cf. EDAN BURKETT, *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, 2011, disponível em: <http://trace.tennessee.edu/>, data de consulta a 23-2-2015.

<sup>24</sup> GIANLUCA GRASSI, e PAOLA ROVELLI, *Studio dell'impatto delle differenti dimensioni di Capitale Sociale sul successo dei progetti di Crowdfunding*, 2013, p. 14, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>, data de consulta a 23-2-2015.

<sup>25</sup> Cf. ALEXANDRA MORITZ e JOERN BLOCK, *Crowdfunding: A literature review and research directions*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 15-3-2015.

<sup>26</sup> O contrato de depósito *escrow* é a “convenção pela qual as partes de um contrato bilateral ou sinaligmático acordam em confiar a um terceiro, designadamente um Banco, a guarda de bens móveis (tais como dinheiro, valores mobiliários, títulos de crédito e/ou documento), ficando este irrevogavelmente instruído sobre o destino a dar aos referidos bens, que – em função do modo como vier a evoluir a relação jurídica emergente daquele contrato – poderá passar pela sua restituição ao depositante ou, eventualmente, pela sua entrega ao beneficiário do depósito”, JOÃO MORAIS ANTUNES, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 173. Situação relativamente comparável ao depósito antes do ato constitutivo de uma Sociedade Anónima, obrigatoriamente numa instituição de crédito (artigo 277.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais), em que as entradas depositadas só podem ser levantadas pelos administradores nas circunstâncias referidas no artigo 277.º, n.º 5 do Código das Sociedades Comerciais. Destarte, a sociedade, como num depósito *escrow*, não poderá utilizar essas entradas em dinheiro para a sua atividade até à ocorrência de um evento, neste caso, a celebração do contrato. Sobre este depósito das entradas em dinheiro nas Sociedades Anónimas *vd.* PAULO DE TARSO DOMINGUES, Anot. ao art.º 277.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 100-105.

<sup>27</sup> Cf. ALBAN METELKA, *Crowdfunding - Startups' alternative funding source beyond banks, business angels and venture capitalists.*, 2014, pp. 27 e ss., disponível em: [www.bth.se/](http://www.bth.se/), data de consulta a 27-1-2015.

<sup>28</sup> Cf. BÉNÉDICTE COUFFINHAL, *The use of crowdfunding as an alternative way to finance small businesses in France*, 2014, pp. 22 e ss., disponível em: <http://esource.dbs.ie/>, data de consulta a 20-2-2015.

### 3. *Crowdsourcing*

Como figura próxima do *Crowdfunding*<sup>29</sup> temos o *Crowdsourcing*, que representa um convite público, através a internet, para resolver problemas, criar conteúdos ou providenciar soluções para empresas<sup>30</sup>. O termo foi introduzido por Jeff Howe<sup>31</sup>, em 2006, tendo-o definido como o ato de uma empresa ou instituição desempenhar uma função outrora realizada por trabalhadores e externalizá-la a um número não definido de pessoas ligadas em rede, na forma de um convite público. “Um dos exemplos mais conhecidos do poder de *Crowdsourcing* é a *Wikipedia*. A enciclopédia online é construída sobre contribuições de milhares de indivíduos”<sup>32</sup>.

Esta nova figura incorpora a ideia de usar o conhecimento do agente, que tem como ideia base o *outsourcing*, “revolucionando o custo-eficiência de certas operações das empresas”<sup>33</sup>, utilizando, de um modo eficiente, o conhecimento do público para efetuar tarefas que normalmente seriam realizadas por trabalhadores.

Schwienbacher e Larralde<sup>34</sup> estabeleceram vantagens do *Crowdsourcing* em relação a outros sistemas de trabalhos, em três perspetivas distintas:

- Tecnologicamente, o *Crowdsourcing* permite que a informação se propague mais facilmente.
- Socialmente, facilita a criação de redes de pessoas que compartilham interesses comuns.
- Economicamente, estimula a inovação através da habilidade dos participantes.

O *Crowdsourcing* permite a descentralização da produção baseando-se nas relações sociais e não no mercado ou nas relações hierárquicas. Os custos de transação de Ronald Coase<sup>35</sup> reduzem-se, assim, de uma forma drástica com o surgimento desta figura.

<sup>29</sup> Com relativas parecenças, e portanto como possível antecedente temos o Microcrédito, que ficou conhecido por causa de Mohammed Yunus, que venceu o Prémio Nobel da Paz por esta sua experiência, que consistiu na concessão de pequenos empréstimos a microempresas para, desta forma, combater a pobreza, CRAIG EVERETT, *Origins and Development of Credit-Based Crowdfunding*, 2014, p.4, disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2442897](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2442897), data de consulta a 20-1-2015.

<sup>30</sup> “Como exemplo de produto criado através do crowdsourcing temos o Firefox”, FILIPA LUCAS, *Organizações sem fim lucrativo: o caso da Fundação Serralves. O afirmar de novas formas de financiamento*, Dissertação da UCP – Faculdade de Economia e Gestão, Porto, 2014, p. 45.

<sup>31</sup> Cf. JEFF HOWE, *The Rise of Crowdsourcing*, 2006, disponível em: <http://archive.wired.com/>, data de consulta a 20-1-2015.

<sup>32</sup> ANDREW FINK, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act*, 2012, p. 7, disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2046051](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2046051), data de consulta a 23-2-2015.

<sup>33</sup> JOÃO RODRIGUES, *The Social Impact of Crowdfunding: PPL and BES Crowdfunding*, 2014, tradução livre, p.10, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/>, data de consulta a 30-1-2015.

<sup>34</sup> Cf. ARWIN SCHWIENBACHER e BENJAMIM LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, 2010, p. 5 e ss., disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015.

## 4. Vantagens e desvantagens em comparação a outros meios de financiamento de sociedades

Segundo Cozzi e Spinesi, o objetivo do *Crowdfunding* é a melhoria da eficiência do processo produtivo<sup>36</sup>. *Naturaliter*, o *Crowdfunding* apresenta-se como uma forma de melhor transmitir a mensagem do beneficiário, – com a sua facilidade de utilização, potencialidade de atração de novos públicos e o facto de ser uma ferramenta de *marketing online*<sup>37</sup> - sempre com a ideia base de que se está a distribuir a riqueza de uma forma mais eficiente, transferindo a riqueza das pessoas que têm para aquelas que precisam<sup>38</sup>, de modo a criar algo mais benéfico para todos. Apresenta-se, também, como uma oportunidade única de facilitar o acesso ao mercado de capitais a pequenos investidores<sup>39</sup>.

Outra das vantagens é permitir que o público teste ideias, que nunca surgiram por causa dos seus custos<sup>40</sup>. “Logo, ao permitir-se o lançamento de ideias facilmente e com um baixo risco, mais ideias serão testadas, nas quais umas sobressairão, criando-se um espaço onde a

<sup>35</sup> Ronald Coase, vencedor do Prémio Nobel da Economia em 1991, desenvolveu a teoria que os custos de transação são o fator determinante para se decidir se certa tarefa económica se resolve dentro dumha empresa ou se recorre ao mercado, RONALD COASE, *The Nature of the Firm*, 1937, pp. 386-405, disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x/pdf>, data de consulta a 30-1-2015.

<sup>36</sup> Cf. GUIDO COZZI e LUCA SPINESI, “How much horizontal innovation is consistent with vertical innovation?” in *Research in Economics*, Vol. 60, n.º 1, Elsevier, Amsterdam, 2006, pp. 47-53.

<sup>37</sup> Cf. FILIPA LUCAS, *Organizações sem... ob. cit.*, pp. 48 e ss.; Cf. ETHAN MOLLICK, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, 2013, p. 2, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-2-2015.

<sup>38</sup> Cf. NUNO MOUTINHO e PEDRO LEITE, *Innovation Through Crowdfunding: A Quantitative and Qualitative Analysis of Kickstarter*, 2012, pp. 710 e ss., disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 7-2-2015. Importa citar que “o *Crowdfunding* tem um alto valor emocional e social”, GIANCARLO GIUDICI, RICCIARDO NAVA, CRISTINA LAMASTRA e CHIARA VERECONDO, *Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?*, 2012, tradução livre, p. 12, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 30-1-2015.

<sup>39</sup> Cf. MARTIN PAOLANTONIO, *Introducción a la financiación colectiva. (Crowdfunding) en el mercado de capitales*, 2014, pp. 287 e ss., disponível em: <http://works.bepress.com/>, data de consulta a 16-2-2015. “Pode ainda servir para um pequeno negócio local adquirir um meio de produção para melhor servir a comunidade onde está inserido”, FREDERICO ROSA, Barreiro - *Model for the implementation of a local investment agency*, 2013, p. 15, disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/51671/>, data de consulta a 10-2-2015. Num estudo feito no Reino Unido, 62% de 290 investidores em *Crowdfunding* de capital não tinham qualquer experiência em investimentos, cf. PETER BAECK, LIAM COLLINS e BRIAN ZHANG, *Understandtinf Alternative Finance – The UK Alternative Finance Industry Report 2014*, p. 53, disponível em: <http://www.nesta.org.uk/>, data de consulta a 14-1-2015. O *Crowdfunding* democratiza o acesso do público aos mercados financeiros. Neste sentido, é importante referir as ideias de Robert Schiller de democratização das finanças: “A democratização da finança funciona lado a lado com a humanização da finança. Nessa medida, é importante que a finança seja humana e incorpore um conhecimento cada vez mais sofisticado da mente humana nos seus sistemas, modelos e previsões...A chave para alcançarmos os nossos objetivos e realçarmos os valores humanos é manter, e melhorar continuamente, um sistema financeiro democrático que tenha em conta a diversidade de motivos e impulsos humanos. Precisamos de um sistema que permita que as pessoas realizem negócios complexos e estimulantes em prol dos seus objetivos e que permita um escape para o nosso instinto de agressão e sede de poder. Tem de ser um sistema que redirecione os inevitáveis conflitos humanos para uma arena onde se tornem fáceis de lidar, uma arena que seja, simultaneamente, pacífica e construtiva”, ROBERT SCHILLER, *A Ética das Finanças*, tradução de PEDRO CARVALHO E GUERRA e RITA CARVALHO E GUERRA, Lisboa, Bertrand Editora, 2015, pp. 395 e 402.

<sup>40</sup> Uma ideia que comece a acumular fundos despertará a atenção de mais investidores, tendo mais probabilidade de sucesso, cf. GIULIA CHIAPPARELLI, *Il finanziamento della cultura nell'era del Web 2.0: Il Crowdfunding*, 2013, p.82, disponível em: <http://dspace.unive.it/>, data de consulta a 13-2-2015.

sorte se encontra com a sagacidade”<sup>41</sup>. Para além de permitir aos beneficiários testar as suas ideias, o *Crowdfunding* permite que os beneficiários tenham todo o controlo sobre o projeto, custos, prazos e execução, com quase nenhum risco, podendo receber conselhos dos investidores, que, logicamente, também querem o sucesso do projeto<sup>42</sup>.

O poder do público é fulcral e faculta uma maior contribuição para o sucesso de um empreendimento. Hayek analisou, em 1945, a problemática do conhecimento estar disperso entre tantas pessoas, dando como exemplo o sistema de preços como uma solução para a coordenação desse conhecimento<sup>43</sup>. O *Crowdfunding* parece ser a mais recente resposta para esta problemática, congregando conhecimentos, técnicas, soluções e experiências num só espaço, a *internet*, onde o público financia aquilo que o público quer, existindo uma grande diversidade geográfica do financiamento<sup>44</sup>. Promove-se criatividade, inovação, transparência e eficiência de uma forma que outros meios de financiamento de sociedades comerciais, como Fundos e Sociedades de Capital de Risco<sup>45</sup> ou *Business Angels*<sup>46</sup>, não conseguem<sup>47</sup>. O *Crowdfunding* não consegue, no entanto, substituir formas tradicionais de financiamento em fases mais avançadas do investimento, em que são necessárias grandes quantias, restando-lhe o papel de mobilizador de ideias de negócio e de complemento a outras formas de financiamento<sup>48</sup>.

O desenvolvimento do *Crowdfunding* poderá fomentar o espírito empresarial, a criação de postos de trabalho, o empreendedorismo, a inovação e a investigação, indispensáveis para o

<sup>41</sup> PEDRO LEITE, *Crowdfunding: critical factors to finance a project sucessfully*, 2012, tradução livre, p.24, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/76103/2/15934.pdf>, data de consulta a 15-1-2015.

<sup>42</sup> Cf. SCOTT STEINBERG e RUSEL DEMARIA, *The Crowdfunding ... ob. cit.*, p. 4.

<sup>43</sup> “Praticamente, todo o indivíduo tem alguma vantagem sobre todos os outros, porque ele possui informações únicas que possam gerar benefícios, mas tudo dependerá das suas decisões e cooperação ativa.” FRIEDRICH HAYEK, “The Use of Knowledge in Society” in *American Economic Review*, Vol.35, n. 4, American Economic Association, Pittsburgh, 1945, tradução livre, p. 521, disponível em: <http://stevereads.com/>, data de consulta a 20-1-2015.

<sup>44</sup> Cf. BRIAN RUBINTON, *Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking*, 2011, p. 12, disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1807204](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807204), data de consulta a 13-3-2015; “Encontramos uma distância média de aproximadamente 5 mil km entre o artista/empresário e o investidor”, AJAY AGRAWAL, CHRISTIAN CATALINI e AVI GOLDFARB, *The Geography of Crowdfunding*, 2011, tradução livre, p.1, disponível em: <http://www.nber.org/papers/w16820>, data de consulta a 21-1-2015; “Os Financiadores não estão particularmente interessados em projetos mais perto deles”, WYBRICH WILLEMS, *What characteristics of crowdfunding platforms influence the success rate?*, 2013, tradução livre, p. 16, disponível em: <http://thesis.eur.nl/pub/15182/>, data de consulta a 14-3-2015.

<sup>45</sup> “O Capital de Risco pode ser definido simplesmente como uma forma de investimento empresarial, com o objectivo de financiar empresas, apoio ao seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão”, RUI CALDEIRA, *O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo*, 2014, p. 13, disponível em: <http://comum.rcaap.pt/handle/123456789/7307>, data de consulta a 27-1-2015. “O que caracteriza o investimento em capital de risco, é a imitação do tempo do investimento sendo o retorno decorrente do ganho ou maisvalia da participação no desinvestimento”, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “O acionista de capital de risco – dever de gestão” in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 158

<sup>46</sup> Um *business angel* é um investidor que fornece fundos para uma empresa *startup*, geralmente em troca de dívida convertível ou de participação no capital, Cf. EDUARDO SÁ SILVA, *Dicionário de Gestão*, Porto, Vida Económica, 2013, p. 49. O mercado de investimento dos *Business Angels* na União Europeia, em 2013, foi cerca de 5 mil milhões de euros. Tem-se analisado bastante esta figura com vista a regulamentar o *Crowdfunding* devido às suas semelhanças, MAXENCE DÉCARRE, e EMILIE WETTERHAG, *Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding*, 2014, p. 21, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 20-1-2015.

<sup>47</sup> NUNO MOUTINHO e PEDRO LEITE, *Critical Sucess Factors in Crowdfunding: The case of Kickstarter*, 2013, pp. 16 e ss., disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 12-2-2015.

<sup>48</sup> Cf. JOACHIM HEMER, A *Snapshot on Crowdfunding*, 2011, pp. 31 e ss., disponível em: [http://www.isi.fraunhofer.de/isi-wAssets/docs/p/de/arbpap\\_unternehmen\\_region/ap\\_r2\\_2011.pdf](http://www.isi.fraunhofer.de/isi-wAssets/docs/p/de/arbpap_unternehmen_region/ap_r2_2011.pdf), data de consulta a 6-2-2015.

crescimento económico. Sente-se, por isso, a necessidade de regulamentação da figura para torná-la numa estrutura sólida de investimento, de forma a assegurar a proteção dos investidores, a credibilidade e a fiabilidade do sistema, e evitar a burocratização e os entraves ao investimento.

Como problemas desta figura, temos o grande potencial de fraude, o aproveitamento dos projetos por investidores institucionais, o branqueamento de capitais, a quase inexistência de um mercado secundário e o atual sistema de patentes ser demasiado fragmentado<sup>49</sup>, percebendo-se a urgência na proteção dos investidores e da propriedade intelectual dos beneficiários<sup>50</sup>.

Outro problema envolve os custos de agência<sup>51</sup>. O investidor, como principal, não consegue controlar devidamente o seu investimento. Estas circunstâncias podem incitar o beneficiário, como agente, a usar os fundos para um projeto distinto<sup>52</sup>. Devido a esta falta de controlo, o problema da «seleção adversa»<sup>53</sup> reflete-se sobre o beneficiário que sabe que existe uma enorme assimetria de informação entre ele e os investidores. Destarte, pode exigir um montante que não reflete o que verdadeiramente necessita, levando os investidores a assumir mais riscos do que aqueles que estariam dispostos a pagar<sup>54</sup>. A Plataforma de negociação pode controlar o beneficiário, mas teremos sempre o problema “*Quis custodiet ipsos custodes?*”<sup>55</sup>. Neste sentido, a regulamentação pode ser benéfica para resolver estas desvantagens.

<sup>49</sup> Cf. Parecer da Comissão de Assuntos Europeus e da Comissão da Economia e das Obras Públicas sobre o Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: *Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*, COM (2014) 172, pp.5 e ss., disponível em: <http://ec.europa.eu/>, data de consulta a 2-1-2015.

<sup>50</sup> “Como as plataformas são abertas, qualquer competidor pode ter acesso aos detalhes do produto e de toda a campanha do projecto, o que aumenta ainda mais a vulnerabilidade do projecto, visto as ideias estarem expostas directamente ao público”, JOÃO CORREIA, *O financiamento de documentários através de acções de crowdfunding: o caso do projecto X.TO*, 2012, p. 18, disponível em: <http://oatd.org/>, data de consulta a 13-2-2015.

<sup>51</sup> Os custos de agência estão relacionados com a Teoria da Agência que pode ser explicada tendo em conta o contrato de agência em que o principal obriga o agente a desempenhar um serviço em seu nome, que envolve ter algum poder de decisão. Por vezes, pode haver conflitos de interesse entre o principal e o agente, que podem levar o principal a controlar e incentivar o comportamento do agente. Aos custos associados a esses incentivos e controlo dá-se o nome de custos de agência. Cf. JENSEN e MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 1976, pp. 3 e 4, disponível em: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>, data de consulta a 12-3-2015.

<sup>52</sup> Cf. PATRYK GALUSZKA e VICTOR BYSTROV, “Development of Crowdfunding in Poland from the Perspectives of Law and Economics” in *Polish Yearbook of Laws & Economics*, Vol. 3, Wydawnictwo, Varsóvia, 2013, p. 156.

<sup>53</sup> “O agente pode afastar-se dos interesses do principal porque pretende um resultado diferente, ou pode ser simplesmente incapaz de realizar os interesses do principal devido às suas características pessoais ou à escassez de recursos”, DUARTE SCHMIDT LINO e PEDRO LOMBA, “Democratizar o Governo das Empresas Públicas: O Problema do Duplo Grau de Agência” in *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011, p. 702.

<sup>54</sup> Cf. ALBAN METELKA, *Crowdfunding - Startups!*... ob. cit., pp. 27 e ss..

<sup>55</sup> Expressão comumente traduzida para “Quem guarda os guardiões?”, atribuída a Juvenal, podendo ser vista em: <http://www.thelatinlibrary.com/juvenal/6.shtml>; Este problema, associado à expressão em causa, também foi abordado por Platão, vd. PLATÃO, *A República*, 9.ª ed., tradução de MARIA ROCHA PEREIRA, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, pp. 150 e ss..

## 5. Modalidades do *Crowdfunding*

O *Crowdfunding* pode assumir quatro modalidades: *Crowdfunding* através de donativo; *Crowdfunding* com recompensa; *Crowdfunding* de capital; e *Crowdfunding* por empréstimo. Neste capítulo, vamos analisar, sucintamente cada uma destas modalidades. As duas primeiras modalidades são as mais comuns, principalmente em Portugal, centrando-se mais em projetos sociais e artísticos. As outras duas modalidades não existem em Portugal, e deparam-se com algumas limitações do ordenamento jurídico português. São, contudo, as que se têm propagado mais rápido noutros países, principalmente o *Crowdfunding* de capital, e caracterizam-se por serem um grande fonte de financiamento para pequenas e médias empresas, apesar do seu grande risco de investimento, da participação de investidores não qualificados e da pouca liquidez dos ativos.

### 5.1. *Crowdfunding* através de donativo

O *Crowdfunding* através de donativo é a modalidade de *Crowdfunding* em que “os investidores contribuem para causas que apoiam, sem estarem à espera de qualquer compensação”<sup>56</sup>. Pertence ao tipo de empreendedorismo social sem fins lucrativos. É a modalidade mais próxima da ideia inicial de incentivo a doações sem qualquer tipo de contrapartida<sup>57</sup>. “A pura filantropia é fortemente motivadora no *Crowdfunding*”<sup>58</sup>. Contudo, apesar o fim da contribuição ser altruísta, o projeto pode ter fins lucrativos<sup>59</sup>.

Diferencia-se, apenas, da tradicional angariação de fundos pela sua delimitação a um projeto específico. Sendo que, os projetos alvo desta modalidade tendem a ser de longo prazo e a envolver muito a interação com os investidores<sup>60</sup>.

Uma das principais conclusões de Schwienbacher e Lambert<sup>61</sup> é que as organizações não lucrativas tendem a ter mais sucesso em alcançar as suas metas de captação de recursos, em comparação com organizações com fins lucrativos. Isto sugere que a forma de organização pode ser um importante motor do sucesso das iniciativas de *Crowdfunding*. Os autores sugerem que uma possível explicação para esse resultado decorre do facto de que as organizações não lucrativas poderem ser mais propensas a comprometerem-se com produtos de alta qualidade e serviços, se a qualidade vem em detrimento da quantidade.

<sup>56</sup> PEDRO LEITE, *Crowdfunding: critical...* ob. cit., p. 19.

<sup>57</sup> CLÁUDIA AMADOR, *Sustentabilidade Financeira das Organizações da Economia Social: novas soluções socialmente inovadoras em época de crise*, 2013, p.11, disponível em: <http://cabodostrabalhos.ces.uc.pt/>, data de consulta a 27-1-2015.

<sup>58</sup> YI ZHANG, *An Empirical Study into the Field of Crowdfunding*, 2012, p. 29, disponível em: <http://lup.lub.lu.se/luer/download?func=downloadFile&recordId=3049774&fileId=3049777>, data de consulta a 1-2-2015.

<sup>59</sup> Cf. SALVATORE ADAMO, *Il Crowdfunding...* ob. cit., p. 14.

<sup>60</sup> KRISTOF DE BUYSERE, OLIVER GAJDA, RONALD KLEVERLAAN, e DAN MAROM, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, p. 10, disponível em: <http://www.crowdfundingframework.eu/>, data de consulta a 13-1-2015.

<sup>61</sup> Cf. ARWIN SCHWIENBACHER e THOMAS LAMBERT, *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, 2010, disponível em: <http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458>, data de consulta a 12-3-2015.

Como as organizações não lucrativas colocam menos ênfase na obtenção lucro, podem-se concentrar mais na qualidade, característica suscetível de atrair um maior volume de doações.

### **5.2. Crowdfunding com recompensa**

Esta modalidade consiste na atribuição de uma recompensa não-financeira ao investidor, normalmente um exemplar do produto ou serviço. Combina a motivação intrínseca e social com o desejo da recompensa e é uma ótima forma de testar produtos no mercado e avaliar o interesse do público na sua aquisição<sup>62</sup>. “Esta modalidade é a mais consentânea com projetos do mundo artístico, em que se procura financiamento para um livro, filme ou disco, reconhecendo-se ao investidor uma recompensa que pode ser um agradecimento nos créditos de um filme ou a entrega do livro ou disco. O valor económico da recompensa não é o mais importante, mas é um mecanismo que tenta incentivar os admiradores do projeto a contribuir”<sup>63</sup>. “Nestas situações, há lugar a um forte compromisso para um crescimento constante, em vez de dar prioridade ao lucro rápido, normalmente imposto pelos acionistas”<sup>64</sup>.

### **5.3. Crowdfunding de capital**

O *Crowdfunding* de capital, *Crowdinvesting* ou *Equity Crowdfunding* é a modalidade na qual os investidores recebem instrumentos financeiros, como por exemplo, participações sociais da sociedade que financiaram, ou apenas o direito de quinhar nos lucros<sup>65</sup>, isto posto, a participação dos investidores não está necessariamente relacionada com o consumo do produto<sup>66</sup>. O *Crowdfunding* por capital permite, assim, ganhar o interesse do investidor no sucesso na sociedade comercial, ou a promover a troca desses direitos e instrumentos no mercado<sup>67</sup>. Trata-se da modalidade mais complexa e mais perigosa, sendo, por isso, a que

<sup>62</sup> Cf. JUDITH MATA, *Las campañas...* ob. cit., pp. 40 e 41.

<sup>63</sup> ALESSANDRO BIFFI e MANUEL COLUMBARO, *Equity crowdfunding : un modello di analisi del comportamento di imprenditori e investitori*, 2014, p. 11, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>, data de consulta a 21-1-2015.

<sup>64</sup> NUNO MOUTINHO e PEDRO LEITE, *Crowdfunding: critical factors to finance a project sucessfully*, 2012, tradução livre, p.22, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 27-1-2015.

<sup>65</sup> Esta modalidade poderá envolver um *Special Purpose Vehicle*, criado pela Plataforma de Negociação, que poderá ser um Fundo de Titularização de Créditos, para, deste modo, o investidor estar indiretamente exposto ao risco, ESMA (European Securities and Markets Authority), *Opinion – Investment-based Crowdfunding*, 2014, pp. 6 e 7, disponível em: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf), data de consulta a 29-1-2014; “o Fundo de Titularização de Créditos constitui um património autónomo, pertencente em regime de comunhão especial às pessoas singulares ou colectivas detentoras das partes ou parcelas em que o mesmo se divide ... sem personalidade jurídica, portanto”, JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Titularização de Créditos – Securitization – No coração da crise financeira global*, 3.<sup>a</sup> Edição, Revista e Aumentada, Coimbra, Almedina, 2013, p. 53.

<sup>66</sup> Cf. SEBASTIAN DEHLING, *Crowdfunding – A Multifaceted Phenomenon*, 2013, pp. 20 e ss., disponível em: <http://essay.utwente.nl/64436/>, data de consulta a 21-2-2015.

<sup>67</sup> Esta troca no mercado é muito limitada pela legislação de muitos países, não sendo permitido pela maioria deles, apesar dessa modalidade em mais rápido crescimento, Cf. *Crowdfunding Industry Report – Market Trends Composition and Crowdfunding Platforms*, disponível em: <http://www.crowdfunding.nl/>, data da

mais necessita de legislação específica. É a modalidade que procuraremos abordar mais detalhadamente pelas suas implicações no Direito das Sociedades.

## 5.4. *Crowdfunding* por empréstimo

O *Crowdfunding* por empréstimo ou *Crowdlending*<sup>68</sup> baseia-se num investimento inicial para financiar o projeto do beneficiário com um reembolso futuro do capital para os investidores, com ou sem juros<sup>69</sup>. Nesta modalidade, as plataformas de negociação recebem os fundos, guardam-nos e utilizam-nos num designado projeto. Estamos perante mútuos *quoad constitutionem* – e não meramente consensuais<sup>70</sup> - e de escopo<sup>71</sup>.

Esta modalidade tem o benefício gerar retornos competitivos aos investidores, ao mesmo tempo, que ajuda a economia através da concessão de empréstimos a pessoas que de outra forma podem ser incapazes de obter crédito<sup>72</sup>. Adair Morse refere que o *Crowdfunding* por empréstimo é uma desintermediação do financiamento ao consumo através de um mercado virtual<sup>73</sup>. Caracteriza-se também por afetar o monopólio bancário, sendo necessário introduzir na maior parte das legislações uma exceção para garantir a sua admissibilidade. Difere, no entanto, do funcionamento tradicional de um Banco. As plataformas de negociação não selecionam os projetos, dando liberdade aos investidores para escolherem que projetos devem ser financiados<sup>74</sup>.

---

consulta a 20-1-2015; *Naturaliter*, é um modelo ainda em evolução, devendo ser continuamente confrontado com a introdução de regulamentação, Cf. ALESSANDRO BIFFI e MANUEL COLUMBARO, *Equity crowdfunding... ob. cit.*, pp. 8 e ss.. Referindo como problema desta modalidade a pouca liquidez dos ativos, propondo, como contrapeso, a obrigação de divulgar informação com mais qualidade e obrigações de due diligence, KAREN WILSON e MARCO TESTONI, *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets*, 2014, p.7, disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/844-improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europe-s-capital-markets/>, data da consulta a 27-2-2015.

<sup>68</sup> Muitas vezes confundido com outro mecanismo de financiamento *online*, o *Peer-to-peer (P2P) lending*. No *Crowdfunding*, a ideia é atingir um montante para financiar determinado projeto, ao passo que no *Peer-to-peer lending*, a ideia é utilizar uma plataforma *online* para reunir investidores que queiram realizar empréstimos diretamente entre si, DAVID GROSHOFF, *Kickstarter My Heart: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding Constraints and Bitcoin Bubbles*, 2014, p. 540, disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2313396](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2313396), data da consulta a 20-2-2015.

<sup>69</sup> Cf. STEVEN BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, 2012, pp. 20 e ss., disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1916184](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916184), data da consulta a 27-1-2015.

<sup>70</sup> O mútuo meramente consensual, ao contrário do *quoad constitutionem*, produz efeitos mesmo sem a entrega da coisa mutuada. Sobre a admissão desta figura Vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, 5ª Edição revista e atualizada, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 664 e ss..

<sup>71</sup> Chama-se mútuo de escopo o “Mútuo vinculado a um fim, a certo e determinado destino ou finalidade contratual ou legal”, JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 363; “um mútuo no qual, contratualmente, o mutuário fica adstrito a dar um determinado destino à importância recebida”. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito ...ob.cit.*, p.677.

<sup>72</sup> Cf. MATTHEW VITALE, *Crowdfunding: Recent International Developments And Analysis Of Its Compatibility With Australia's Existing Regulatory Framework*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data da consulta a 12-1-2015.

<sup>73</sup> Cf. ADAIR MORSE, *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, 2015, p. 2, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data da consulta a 17-3-2015.

<sup>74</sup> Cf. PAUL BELLEFLAME, NESSRINE OMRANI e MARTIN PEITZ, *The Economics of Crowdfunding Platforms*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data da consulta a 21-3-2015.

## 6. A regulamentação do *Crowdfunding*

Em Portugal, deparamo-nos com restrições ao *Crowdfunding* como modo de realização do capital das sociedades. Efetivamente, não encontramos plataformas de *Crowdfunding* de capital e *Crowdfunding* por empréstimo a exercer a sua atividade em Portugal devido a constrangimentos legais. No *Crowdfunding* de capital, constatamos que o Código de Valores Mobiliários contém um regime muito rigoroso nas condições de emissão de valores mobiliários<sup>75</sup>, nas ofertas públicas relativas a valores mobiliários e na admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistemas de negociação multilateral, tornando impossível o acesso de pequenas e médias empresas a esta forma de financiamento. As plataformas de negociação deverão registar-se como intermediários financeiros, sujeitando-se ao exigente regime dos artigos 304.º e ss. do Códigos dos Valores Mobiliários, mas analisaremos estas questões mais aprofundadamente *infra*, no capítulo 6.

No *Crowdfunding* por empréstimo, levanta-se outra questão, que é a eventual violação o monopólio ou princípio da exclusividade das instituições de crédito. As plataformas de negociação recebem, do público, fundos reembolsáveis e concedem créditos (art.º 8º, n.º 1 da Lei Bancária<sup>76</sup>), falhando, porém, o requisito de utilizar esses fundos por conta própria, já que as plataformas de negociação não são proprietários desses fundos e apenas os utilizam por conta alheia. Contudo, o art.º 200.º da Lei Bancária dispõe o seguinte: “Aquele que exercer actividade que consista em receber do público, por conta própria ou alheia, depósitos ou outros fundos reembolsáveis, sem que para tal exista necessária autorização, e não se verificando nenhuma das situações previstas no n.º 3 do artigo 8.º, é punido com pena de prisão até 5 anos”. Pode-se depreender que a atividade de uma plataforma de *Crowdfunding* por empréstimo enquadra-se nesta norma sancionatória<sup>77</sup>. Destarte, para a introdução do *Crowdfunding* por empréstimo no nosso ordenamento, será necessário estabelecer uma exceção na Lei Bancária, como acontece com as situações previstas no n.º 3 do art.º 8.º da Lei Bancária.

Para melhor compreender estas restrições iremos analisar, neste capítulo, de que forma é que as modalidades de *Crowdfunding* de capital e *Crowdfunding* por empréstimo foram introduzidas noutros ordenamentos jurídicos, explorando as diversas questões jurídicas com que se depararam. Para fins esquemáticos iremos fazer a nossa análise através de três planos: o Plano dos Beneficiários; o Plano das Plataformas de Negociação; e o Plano dos Investidores.

<sup>75</sup> “Não é qualquer pessoa colectiva que tem capacidade para emitir valores mobiliários; entre nós, requer-se uma legitimação formal directa para o efeito”. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2011, p. 221. Uma sociedade para emitir uma oferta pública terá que ser uma sociedade aberta (art. 13.º do Código dos Valores Mobiliários), com todas implicações que advêm dessa qualificação.

<sup>76</sup> Referimo-nos ao RGICSF (Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras), Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro.

<sup>77</sup> Diferentemente, será a solução para o *Peer-to-peer lending*, em que os investidores emprestam diretamente entre si. A plataforma online apenas é utilizada como um canal de informação entre investidores, não recebendo quaisquer fundos. Deste modo, o *Peer-to-peer lending* parece-nos completamente legal perante o nosso ordenamento jurídico. Existe, aliás, uma empresa de *Peer-to-peer lending* a desenvolver a sua atividade em Portugal, a Raize.

## 6.1. O plano dos beneficiários

A regulamentação do *Crowdfunding* deve permitir e preservar a autonomia das pequenas e médias empresas para cativar capital e criar postos de trabalhos. Mas, não nos podemos olvidar, também, da proteção dos direitos de autor dos beneficiários e a simplificação dos processos das plataformas de negociação. Na tentativa de encontrar o equilíbrio destas finalidades encontramos três ordenamentos jurídicos: o Norte-americano, o Italiano e o Francês.

Nos Estados Unidos de América foi implementado, a 5 de Abril de 2012, o *JOBS (Jumpstart our Business Startups) Act*, com vista a potenciar o crescimento das pequenas médias empresas, a criação de emprego e a melhoria do mercado de capitais. No seu Título III encontra-se a regulamentação do *Crowdfunding* de capital<sup>78</sup>, conhecida como *Crowdfund Act*<sup>79</sup>. Este regime veio alterar os procedimentos de registo na SEC (*Securities and Exchange Comission*), sendo que anteriormente o beneficiário teria que se registar pelas regras do *Securities Act* de 1933, o que implicava enormes custos para a entidade beneficiária. O regime veio permitir aos beneficiários angariarem até um milhão de dólares por ano, sem terem que registar as transações na SEC, sendo obrigatório recorrerem a uma plataforma de negociação<sup>80</sup>. Foi, também, legalizada a captação de fundos através das redes sociais, como o *Facebook* e o *LinkedIn*<sup>81</sup>.

---

<sup>78</sup> O *Crowdfunding* por empréstimo não se encontra especialmente regulamentado mas sujeita-se às regras da SEC (*Securities and Exchange Comission*), cf. DAVID GROSHOFF, KURTIS URIEN, ALEX NGUYEN, *Crowdfunding 6.0: Does the SEC's FinTechLaw Failure Reveal the Agency's True Mission to Protect — Solely Accredited — Investors?*, 2014, p. 8, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 20-2-2015.

<sup>79</sup> Foi, também criado o CFRIA (*CrowdFunding Intermediary Regulatory Association*), composto pelas treze principais plataformas de negociação americanas, para trabalharem junto do governo para desenvolverem novos regulamentos e alguns membros do Congresso têm impulsionado esta associação para ter objetivos mais ambiciosos, Cf. HENRIQUE MATOS, *Crowdfunding - Material Incentives and Performance*, 2012, p. 25, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/>, data de consulta a 12-1-2015. Sobre o *Crowdfund Act*, cf. THOMAS HAZEN, *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015; JASON PARSONT, *Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015; SEAN O'CONNOR, *Crowdfunding's Impact on Start-Up IP Strategy*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015; IAN PECK, *Where are the Jobs in the JOBS Act? An Examination of the Uneasy Connection Between Securities Disclosure and Job Creation*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 8-1-2015; SAMUEL GUZIK, *SEC Crowdfunding Rulemaking Under the Jobs Act - An Opportunity Lost?*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 21-1-2015; Para além da proteção dos investidores, esta regulamentação procurou integrar devidamente estes agentes no mercado, Cf. JOAN HEMINWAY, *What is a Security in the Crowdfunding Era?*, 2012, pp. 335 e ss., disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 21-1-2015.

<sup>80</sup> Cf. RUTHERFORD CAMPBELL JR., *The New Regulation of Small Business Capital Formation: The Impact - If Any - Of the Jobs Act*, 2014, p. 21, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 23-1-2015.

<sup>81</sup> Cf. LISA ALEXANDER, *Cyberfinancing for Economic Justice*, 2013, p. 359, disponível em: <http://scholarship.law.wm.edu/cqi/viewcontent.cgi?article=1055&context=wmlr>, data de consulta a 12-1-2015; Cf. ERICA SIEPMAN, *The JOBS Act and the Elimination of the Ban on General Solicitations*, 2013, disponível em: <http://www.denverlawreview.org/online-articles/2013/4/27/the-jumpstart-our-business-startups-act-and-the-elimination.html>, data de consulta a 30-1-2015.

Segundo o *Crowdfund Act*<sup>82</sup>, o beneficiário e emitente dos valores mobiliários tem que providenciar a sua estrutura de propriedade e capital, com as diferentes classes de valores mobiliários que são oferecidas e a determinação da sua diferença, a explicação dos direitos inerentes e como podem ser transmitidos ou modificados. O beneficiário deve divulgar uma lista com o nome dos detentores de participações qualificadas e a explicação dos riscos envolvidos para os acionistas minoritários e acionistas futuros. O beneficiário deve, também, explicitar a sua oferta, como os seus fins e objetivos, o montante que pretende arrecadar e o preço dos valores mobiliários ou o método de determinação desse preço. Outrossim, os beneficiários devem elaborar um relatório anual para ser divulgado aos seus investidores e ser avaliado pela SEC.

Encontramos, assim, nos Estados Unidos da América, uma facilitação de acesso de pequenos investidores ao mercado, com uma rigorosa limitação do valor do investimento no *Crowdfunding*, para evitar que o investimento deixe de ser do público e passe a ser dos investidores institucionais<sup>83</sup>.

Em Itália, a CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) publicou, em Março de 2013, o Regulamento n.º 18592, que aplica o art.º 30.º do Decreto Legislativo 179/2012, de 18 de Outubro (*decreto crescita bis*, convertido, com modificações, na Lei 221/2012, de 27 de Dezembro) sobre *Crowdfunding* de capital, tendo sido o país pioneiro na Europa a adotar legislação sobre o assunto<sup>84</sup>.

Segundo este Regulamento, as empresas podem recorrer a esta modalidade de *Crowdfunding*, ou seja, podem emitir ofertas de instrumentos participativos no capital de risco através de portais especializados até a um total de 5 milhões de euros. Os beneficiários só poderão ser *startups*, ou seja, sociedades que cumpram os requisitos dos números 2 e 4 do art. 25º do *decreto crescita bis*, com vista a incentivar o crescimento económico sustentável e desenvolvimento tecnológico<sup>85</sup> e emancipar essas sociedades das formas de financiamento tradicionais<sup>86</sup>. A opção, em Itália, como se viu, para além da limitação do valor da oferta, foi a delimitação legal dos sujeitos que podem recorrer à figura do *Crowdfunding* de capital.

---

<sup>82</sup> Cf. STEVEN BRADFORD, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, 2012, pp. 195 e ss., disponível em: <http://web.law.columbia.edu/>, data de consulta a 27-1-2015.

<sup>83</sup> Encontramo-nos, presentemente, perante uma "institucionalização da economia, que tem raízes profundas e estruturais na própria sociedade e na organização do Estado – no definhamento do Estado Providência, na redução das suas contribuições sociais, de reforma e de saúde, agravado pelo envelhecimento da população dos países ocidentais, levando a que os cidadãos canalizem partes crescentes do seu aforro para fundos de pensões, seguros de saúde, etc. ...", PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento ainda não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009, p. 1223.

<sup>84</sup> Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas sobre o Projeto de Lei 419/XII, 2013, disponível em: [http://debates.parlamento.pt:9091/dar\\_s2\\_imagens/s2a/l12/s12/n157/s2al12s12n157.pdf](http://debates.parlamento.pt:9091/dar_s2_imagens/s2a/l12/s12/n157/s2al12s12n157.pdf), data de consulta a 25-1-2015.

<sup>85</sup> Cf. MASCHIETTO MAGGIORE, *Start-up Innovative: il Regolamento Consob sul crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?q=3aec8bdc-f1b1-4ec6-9eae-f7423cd215bd>, data de consulta a 12-2-2015.

<sup>86</sup> VINCENZO CARIDI, "Misure a sostegno dell'impresa start-up innovativa" in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n.º 4, anno XXVII, Roma, Pacini Editore, 2013, pp. 153 e ss..

Em França, desenvolveram um quadro jurídico que regulamenta o *Crowdfunding* por empréstimo e de capital, que entrou em vigor a 1 de Outubro de 2014, integrado no Código Monetário e Financeiro<sup>87</sup>. Os beneficiários, tal como nos Estados Unidos, têm algumas obrigações de informação aos investidores e aos intermediários como relatórios anuais e contratos-quadro de financiamento. No *Crowdfunding* de capital, a lei francesa permite a emissão de títulos financeiros não cotados até ao limite de um milhão de euros por oferta, enquanto que no *Crowdfunding* por empréstimo o limite é de mil euros, globalmente. O *Crowdfunding* por capital está sujeito ao regime de oferta pública de título financeiro, obrigando, por isso, o beneficiário a realizar um prospecto, com todas as informações financeiras relevantes, para as Plataformas de negociação divulgarem a potenciais investidores<sup>88</sup>. Ainda assim, com toda esta legislação procurou-se, em França, evitar a regulamentação bancária e financeira da figura<sup>89</sup>, limitando o acesso ao *Crowdfunding* através de limites aos valores de emissão.

## 6.2. O plano das plataformas de negociação

O *Crowdfunding* envolve a transferência de fundos dos investidores para os beneficiários. As Plataformas de negociação facilitam esta transferência, em troca de um bem ou serviço. São, no fundo, um intermediário financeiro, estando sujeitos, também, ao regime jurídico de serviços de pagamento<sup>90</sup>. Ora, nos ordenamentos em estudo, atentamos a preocupação em profissionalizar as plataformas de negociação.

Nos Estados Unidos da América, o *Crowdfund Act* estabelece que o intermediário deve assegurar que a divulgação do projeto do beneficiário é conhecida pelos investidores, reforçar os conhecimentos técnicos, relacionados com o risco, dos investidores, tomar medidas para reduzir os riscos de fraude<sup>91</sup>, limitar o acesso do beneficiário aos fundos dos

---

<sup>87</sup> Cf. ANNE-VALÉRIE LE FUR, "Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding une première étape dans la réglementation" in *Recueil Dalloz*, n.º 32, Paris, Dalloz, 2014, pp. 1831-1837.

<sup>88</sup> Cf. JEAN-MARC MOULIN, "La régulation du crowdfunding à la française" in *Revue de Droit Bancaire et Financier*, n.º 4 -14º Année, Paris, LexisNexis, 2013, p.31.

<sup>89</sup> Cf. Cf. ANNE VALÉRIE LE FUR, "Enfin ... ob. cit.", pp. 1831-1837.

<sup>90</sup> Em Portugal, o Decreto-lei n.º 317/2009, de 30 de Outubro aprovou o denominado Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento, que transpôs para a ordem jurídica interna a chamada Diretiva dos Serviços de Pagamento, enquadrando-se "no âmbito da uniformização de regras relativas aos direitos e obrigações relativos à prestação e utilização de serviços de pagamento operada com vista à prossecução do objetivo europeu da Área Única de Pagamentos em Euro (*Single Euro Payments Area - SEPA*)", RITA PINTO BAIRROS, "A transferência de crédito – Notas caracterizadoras no contexto da SEPA e do Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento", in *Temas de Direito Bancário I - Cadernos O Direito*, n.º 8, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 225 e 226.

<sup>91</sup> Timothy Li propõe a adoção dum modelo de *D&O Insurance* para prevenir este tipo de fraudes ocorridas no *Crowdfunding*, TIMOTHY LI, *Fraud in Crowdfunding and Antifraud Insurance*, 2013, pp. 3 e ss., disponível em: [http://works.bepress.com/timothy\\_li/2/](http://works.bepress.com/timothy_li/2/), data de consulta a 21-1-2015; Sobre o *D&O Insurance* em Portugal vd. MARIA ELISABETE RAMOS, *O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores – Entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 303 e ss., PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *D&O Insurance: o seguro de responsabilidade civil dos administradores e outros dirigentes da sociedade anónima*, Coimbra, Almedina, 2007.

investidores e proteger a privacidade dos investidores<sup>92</sup>. Ademais, as plataformas não podem dar conselhos ou recomendações sobre investimentos<sup>93</sup>, solicitar a compra de valores mobiliários disponíveis nas plataformas nem usurpar os fundos dos investidores. As plataformas de negociação devem assegurar que o beneficiário receba os fundos quando atingirem ou excederem o montante pretendido. Até lá, os investidores podem cancelar o seu compromisso de investir<sup>94</sup>. Deste modo, vemos aqui plasmado legalmente o modelo *all or nothing*.

Em Itália, o Regulamento, que aplica o *decreto crescita bis* italiano, criou rigorosas regras de conduta aos gestores das Plataformas de negociação, que só podem ser bancos ou sociedades comerciais. O Regulamento prevê a instituição de registo especial de gestor de portal *online* e deve pedir autorização para iniciar a sua atividade à CONSOB, – que tem o objetivo de salvaguardar a qualidade das operações<sup>95</sup> –, acompanhado de um relatório sobre a sua atividade, estrutura organizacional e os detalhes dos seus objetivos de investimento. Essas plataformas terão, naturalmente, que se sujeitar a requisitos de idoneidade e profissionalismo e obrigações de transparência e de divulgar informações aos investidores – de forma a estes terem dados necessários para avaliarem devidamente os seus investimentos –, sob pena de sanções disciplinares. Com a apresentação de uma proposta de apresentação de um projeto por parte de um beneficiário, a plataforma deve avaliar a adequação do projeto às características do financiamento através de *Crowdfunding*, a reputação do beneficiário e a probabilidade de fraude<sup>96</sup>.

Em França, as plataformas de negociação têm um estatuto específico de intermediário de modo a mitigar a desintermediação bancária. Estas plataformas têm obrigatoriamente que garantir a frequência por parte dos investidores de formações iniciais e contínuas de modo a informá-los dos seus riscos de crédito e a incentivá-los a acompanhar todas as operações. Nos casos de *Crowdfunding* por empréstimo, as plataformas de negociação não podem ser pessoas coletivas, certamente, com o objetivo de evitar que certas sociedades substituam os bancos. Em relação ao *Crowdfunding* por capital, as plataformas regem-se por rigorosas condições de incompatibilidade e conflitos de interesses. Aliás, têm algumas obrigações de informação aos investidores e aos beneficiários como relatórios anuais e contratos-quadro de

---

<sup>92</sup> Cf. JOAN HEMINWAY, *How Congress Killed Investment Crowdfunding: A Tale of Political Pressure, Hasty Decisions, and Inexpert Judgments That Begs for a Happy Ending*, 2014, p. 873, disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2466130](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2466130), data de consulta a 30-1-2015.

<sup>93</sup> Muitos entusiastas do *Crowdfunding* criticaram a proibição de publicitar os projetos com mais sucesso, argumento que se estava a retirar o fator da “sabedoria do público” para separar os bons planos de negócios daqueles com problemas graves ou que foram corrompidos, Cf. ROBERT THOMPSON e DONALD LANGEVOORT, *Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital-Raising*, 2012, pp. 33 e ss., disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2132813](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2132813), data de consulta a 11-1-2015; Cf. ROBERT BROWN JR., *Selling Equity through Crowdfunding: A Comment*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-2-2015.

<sup>94</sup> Cf. STEVEN BRADFORD, *The New... ob. cit.*, pp. 195 e ss..

<sup>95</sup> Cf. ANGELA TROISI, “*Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*” in *Contratto e Impresa - Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale*, n.º 2, Anno XXX, Milão, Wolters Kluwer Italia, p.530.

<sup>96</sup> Cf. ALESSANDRO BIFFI e MANUEL COLUMBARO, *Equity crowdfunding... ob. cit.*, p. 42,

financiamento e devem efetuar um contrato de seguro de responsabilidade civil profissional até Julho de 2016<sup>97</sup>.

### 6.3. O plano dos investidores

A maior necessidade de proteção recai sobre os investidores não institucionais, que podem ser facilmente alvo de fraude<sup>98</sup>, por causa da sua iliteracia financeira, a falta de segurança na internet e a pouca propensão dos investidores em recorrerem à justiça, devido aos elevados custos processuais comparativamente às perdas que possam ter tido<sup>99</sup>. Outrossim, o investimento em pequenas e médias empresas – chamado investimento em capital de risco – é caracterizado por perfis de risco, em média, maiores do que os investimentos tradicionais<sup>100</sup>. Vemos, assim, nos ordenamentos estudados, uma limitação dos investimentos efetuados.

Nos Estados Unidos da América, o *Crowdfund Act* impõe três limites aos investidores: limite no montante que um investidor pode investir numa oferta de *Crowdfunding*; limite no montante que pode investir em todas as ofertas; e no limite mínimo de literacia financeira<sup>101</sup>. Os investidores individuais estão limitados a investir 2.000 dólares ou 5% do lucro anual ou património líquido se o seu património líquido for inferior a 100.000 dólares ou 10 % do seu património líquido, se este for inferior a 100.000 dólares<sup>102</sup>.

Por outro lado, os investidores podem pedir um grande número de informações sobre ofertas à SEC<sup>103</sup>, essencial no *Crowdfunding*, devido ao pouco conhecimento que os investidores costumam ter das empresas beneficiárias<sup>104</sup>. Por último, o *Crowdfund Act* proíbe que os investidores vendam valores mobiliários de *Crowdfunding* por um ano, após a data da sua compra<sup>105</sup>.

---

<sup>97</sup> Cf. FRANCIS-J. CRÉDOT, e THIERRY SAMIN, "Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif" in *Revue de Droit Bancaire et Finacier*, n.º 5, 15º Année, Paris, LexisNexis, 2014, pp.47 e 48.

<sup>98</sup> "Os riscos de fraude aumentam no *Crowdfunding* em relação ao *Venture Capital* ou aos *Business angels*, porque os investidores não têm contacto direto nem conhecimento da ideia de negócio, para além do que é apresentado no website de *Crowdfunding*", KRISTOF DE BUYSERE, OLIVER GAJDA, RONALD KLEVERLAAN, e DAN MAROM, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, tradução livre, p. 15, disponível em: <http://www.crowdfundingframework.eu/>, data de consulta a 30-1-2015.

<sup>99</sup> Cf. RYAN KANTOR, *Why Venture Capital Will Not Be Crowded Out by Crowdfunding*, 2013, pp. 12 e ss., disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2400082](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2400082).

<sup>100</sup> Cf. ALESSANDRO BIFFI e MANUEL COLUMBARO, *Equity crowdfunding... ob. cit.*, p. 83.

<sup>101</sup> As Plataformas de negociação têm que assegurar que os investidores façam um teste de literacia financeira, THAYA KNIGHT, HUYWEN LEO e ADRIAN OHMER, *A Very Quiet Revolution: A Primer on Securities Crowdfunding and Title III of the Jobs Act*, 2012, p. 153, disponível em: <http://papers.ssrn.com>, data de consulta a 9-2-2015.

<sup>102</sup> Estes limites podem ser conferidos em: <https://www.sec.gov/>, data de consulta a 20-2-2015.

<sup>103</sup> HEATHER TRAEGER, THEODORE KASSINGER e ZACHARY KAUFMAN, *Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding*, 2013, pp. 210 e ss., disponível em: <http://papers.ssrn.com>, data de consulta a 20-2-2015.

<sup>104</sup> DANIEL JENG, *The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection*, 2012, pp. 23 e ss., disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

<sup>105</sup> Cf. ANDREW SCHWARTZ, *Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking Under the CROWDFUND Act*, 2013, p. 61, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data da consulta a 27-1-2015.

Em Itália e em França também nos deparamos com limites ao investimento<sup>106</sup>.

Em Itália, introduziram normas de proteção a investidores não institucionais, como a possibilidade deste revogarem a sua oferta, caso ocorra um facto novo ou um erro na publicação que tenha influenciado a decisão de investimento<sup>107</sup>, enquanto que, em França, o objetivo centrou-se em controlar o risco dos investidores sem recorrer à regulação bancária e financeira, que burocratizaria a atividade.

Estes limites ao investimento parecem fundar-se na tentativa de não concentrar demasiado risco nos mecanismos de financiamento do *Crowdfunding* e evitar a participação dos Investidores Institucionais, que só poderiam adulterar o espírito do *Crowdfunding* de financiamento do público através de pequenos montantes.

Em suma, pelo exposto entende-se que as principais preocupações legais dos ordenamentos jurídicos estudados passaram por afastar o investimento do domínio dos Investidores Institucionais com as rigorosas limitações aos montantes de investimento e de oferta, pelas amplas obrigações de informação por parte das plataformas de negociação e pela facilitação do acesso das pequenas e médias empresas ao financiamento através da desintermediação bancária. Com esta análise, entende-se melhor as medidas que Portugal tem que tomar para introduzir o *Crowdfunding* por capital e o *Crowdfunding* por empréstimo no seu ordenamento jurídico.

## 7. O *Crowdfunding* no ordenamento jurídico societário português

Iremos, neste capítulo, abordar mais detalhadamente os problemas de Direito Societário que a utilização do *Crowdfunding* encontra no nosso ordenamento jurídico. Analisaremos, unicamente, o *Crowdfunding* de capital, por ser a modalidade em que os investidores podem participar no capital das sociedades, quer sendo sócios, quer adquirindo instrumentos financeiros (p. ex. títulos de crédito e obrigações) emitidos pelas sociedades.

Analisaremos, primeiramente, a possibilidade de constituição de uma sociedade através de *Crowdfunding*. Ora, encontramos no artigo 279.º do Código das Sociedades Comerciais o regime da constituição de uma sociedade anónima com apelo à subscrição pública, “também conhecida como subscrição sucessiva (por se realizar por etapas e não através de um ato único)<sup>108</sup>. Devem, neste regime, existir um ou mais promotores que subscrevam e realizem

<sup>106</sup> Em Itália, o Regulamento CONSOB n.º 18592 prevê para a isenção à sujeição às regras dos serviços financeiros, o limite de €500 por oferta ou €1.000 anualmente para pessoas singulares e o limite €5.000 euros por oferta ou de €10.000 anualmente para pessoas coletivas. Em França, no *Crowdfunding* por empréstimo, cada investidor só poderá emprestar mil euros por oferta e 1 milhão de euros, globalmente, enquanto que no *Crowdfunding* de capital não existem limites a não ser para cada oferta que só pode ser de 1 milhão de euros num período de doze meses, cf. ANNE-VALÉRIE LE FUR, “Enfin ... ob. cit., pp. 1831-1837.

<sup>107</sup> Cf. ANDREA GUACCERO, “La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding” in *Banca Borsa Titoli di Credito – Revista Bimestrale di Dottrina e Giurisprudenza*, Vol. LXVII, n.º 6, Milão, Giuffrè Editore, 2014, p.721.

<sup>108</sup> GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, Anot. ao art.º 279.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2012, p. 116.

integralmente ações cuja soma dos valores nominais ou cuja soma dos valores de emissão de cada ação perfaçam, pelo menos, o capital mínimo de 50.000 euros. Os promotores devem, também, elaborar um projeto completo de contrato de sociedade que especifique o número de ações ainda não subscritas destinadas, respetivamente, à subscrição particular e à subscrição pública, e requerer o seu registo provisório<sup>109</sup> (art.º 279.º, n.º 3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais).

Com o registo provisório efetuado, os promotores terão que realizar a oferta que deverá incluir o projeto do contrato provisoriamente registado; qualquer vantagem que, nos limites da lei, seja atribuída aos promotores, o prazo, lugar e formalidades de subscrição; o prazo dentro do qual se reunirá a assembleia constitutiva; um relatório técnico, económico e financeiro sobre as perspetivas da sociedade, organizado com base em dados verdadeiros e completos e em previsões justificadas pelas circunstâncias conhecidas nessa data, contendo as informações necessárias para cabal esclarecimento dos eventuais interessados na subscrição; as regras a que obedecerá o rateio da subscrição, se este for necessário; a indicação de que a constituição definitiva da sociedade ficará dependente da subscrição total das ações ou das condições em que é admitida aquela constituição, se a subscrição não for completa e o montante da entrada a efetuar na altura da subscrição, o prazo e o modo da restituição dessa importância no caso de não chegar a constituir-se a sociedade (art.º 279.º, n.º 6 do Código das Sociedades Comerciais).

No caso de a subscrição ficar incompleta, isto é, não terem sido subscritas todas as ações destinadas pela oferta, devem os promotores requerer o cancelamento do registo provisório (art.º 44.º do Código de Registo Comercial) e publicar um anúncio em que informem os subscritores de que devem levantar as suas entradas (art.º 280.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais). No entanto, o programa da oferta de ações à subscrição pública pode especificar que, no caso de subscrição incompleta, é facultado à assembleia constitutiva deliberar a constituição da sociedade, contanto que tenham sido subscritos pelo menos três quartos das ações destinadas ao público (art.º 280.º, n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais). Nos termos do n.º 4 do artigo 280.º do Códigos das Sociedades Comerciais, se a sociedade não chegar a constituir-se, todas as despesas efetuadas serão suportadas pelos promotores, levando-nos a inferir que este regime não é muito atrativo para os promotores, sendo árdua a tarefa de encontrar quem esteja disposto a promover este tipo de ofertas.

Com a constituição da sociedade com apelo à subscrição pública, esta qualifica-se automaticamente como sociedade aberta<sup>110</sup>, que como no caso das restantes sociedades que

<sup>109</sup> O registo provisório rege-se pelo artigo 35.º/4 do CRCom, sendo lavrado em face do projecto completo do contrato, com reconhecimento das assinaturas de todos os interessados, de documento comprovativo da deliberação, das ações por eles subscritas e, quando necessário, da autorização para a subscrição pública ou emissão de ações...Além do registo comercial, a constituição com apelo à subscrição pública deve ser previamente registada na CMVM (114.º do CVM), com os elementos constantes do 168.º do CVM”, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO e ADELAIDE MENEZES LEITÃO, Anot. Ao art.º 279.º in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coordenado por ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2011, p. 814.

<sup>110</sup> “As sociedades abertas regem-se pelas normas aplicáveis às sociedades anónimas, bem como por normas especiais constantes do C.S.C. e do C.V.M., Regulamentos e Recomendações da CMVM e dos Mercados em que as suas ações tenham sido admitidas à negociação”, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 537.

se enquadram como sociedades abertas, através dos critérios normativos previstos no artigo 13º do Código de Valores Mobiliários - como as sociedades que emitam ações ou outros valores mobiliários que confiram direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado -, “implica, essencialmente, exigências adicionais no que respeita à transparéncia do respetivo funcionamento e à informação a prestar aos acionistas, ao regulador e/ou ao mercado em geral”<sup>111</sup>.

A oferta não estará sujeita ao regime das ofertas públicas de distribuição, como a exigibilidade de efetuar um prospecto, se os valores mobiliários distribuídos tiverem um valor total na União Europeia inferior a 5 milhões de euros, calculado em função das ofertas realizadas ao longo de um período de 12 meses (art. 111.º, n.º 1, alínea i) do Código dos Valores Mobiliários). Será, assim, aconselhável limitar as ofertas de *Crowdfunding* ao montante de 5 milhões de euros, de modo a evitar um sistema muito exigente e complexo para o acesso das sociedades a este mecanismo de financiamento.

Outra questão é a qualificação das plataformas de *Crowdfunding* como intermediários financeiros. Esta questão é de enorme relevância para compreendermos se as plataformas de negociação estão sujeitas a todos os deveres dos intermediários financeiros como o dever de categorização de clientes, de recenseamento, de comunicação de conflito de interesses, de organização interna, entre outros<sup>112</sup>. “A maioria dos Estados Membros considera que o financiamento colaborativo de investimento (envolvendo subscrição de valores mobiliários de participação no capital ou outros instrumentos financeiros) é suscetível de configurar exercício de atividades de intermediação financeira (p. ex., Bélgica, Holanda, França, Reino Unido, Alemanha)”<sup>113</sup>. Por outro lado, em Itália aproveitaram a isenção da alínea d) do art.º 3.º da DMIF (Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros)<sup>114</sup> para não qualificar as plataformas de *Crowdfunding* como intermediários financeiros<sup>115</sup>, contudo estas plataformas só poderão efetuar a receção e transmissão de ordens de investidores, não podendo executá-las.

Em Portugal, o art.º 290.º, n.º 2 do Código de Valores Mobiliários dispõe que a receção e transmissão de ordens por conta de outrem inclui a colocação em contacto de dois ou mais investidores com vista à realização de uma operação. Porém, para que a operação se realize, será sempre necessário que um intermediário financeiro a execute. O exercício profissional de intermediação financeira depende de registo prévio na CMVM (art.º 295.º, n.º 1, alínea b) do Código dos Valores Mobiliários).

---

<sup>111</sup> GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, Anot. ao art.º 279.º in *Código das Sociedades...ob. cit.*, p. 121.

<sup>112</sup> Para uma análise pormenorizada destes deveres vd. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...ob. cit.*, pp. 345 e ss..

<sup>113</sup> CARLOS FRANCISCO ALVES, *Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)*, 2013, p.8, disponível em: <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf>, data de consulta a 14-2-2015.

<sup>114</sup> Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

<sup>115</sup> Cf. ANDREA GUACCERO, “La start-up innovativa... ob. cit, p. 713.

Questionamo-nos, também, em relação à admissibilidade de entradas em espécie, como patentes, estabelecimentos comerciais ou créditos<sup>116</sup>, se não se enquadarem no âmbito do projeto, devido às especificidades do *Crowdfunding* na prossecução do êxito de um projeto, conceito mais restrito que o objeto da sociedade (art.º 11.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais).

Pelo exposto, averiguamos que as exigências são muitas para a constituição de uma sociedade aberta e para o exercício de atividades de intermediação financeiras<sup>117</sup>. Em suma, depreendemos que o *Crowdfunding* suscita difíceis questões no nosso ordenamento jurídico societário, e que para a sua introdução do *Crowdfunding* de capital como forma de capitalização das nossas sociedades necessitamos de “reduzir a intermediação no processo de financiamento”<sup>118</sup> e facilitar o “acesso ao mercado de capitais de entidades e promotores que de outra forma a ele não acederiam (vg, promotores culturais)”<sup>119</sup>.

## 8. O Projeto de Lei n.º 419/XII

O Projeto de Lei n.º 419/XII foi apresentado a 30 de Abril de 2013 e pretende aprovar, em Portugal, o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (*Crowdfunding*), tendo já

---

<sup>116</sup> Paulo de Tarso Domingues considera a admissibilidade de entradas por compensação de créditos do sócio sobre a sociedade “uma verdadeira vexata quaestio em direito societário comparado”. Apesar a proibição da extinção da obrigação de entrada por compensação, prevista no artigo 27º, n.º 5 do Código das Sociedades Comerciais, Paulo de Tarso Domingues admite a sujeição das entradas com créditos sobre a sociedade ao regime das entradas em espécie, “através p. ex., da cessão desse crédito à própria sociedade, o que determina que a obrigação de entrada se extinga, não por compensação, mas por confusão”, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 223-232; neste sentido, RAÚL VENTURA, *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 1996, p. 141, ARMANDO TRIUNFANTE, *O Regime das Entradas na Constituição das Sociedades por Quotas e Anónimas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2014, 416-429, FERNANDO OLIVEIRA E SÁ, “A Transformação de Créditos em Capital e o Problema das Entradas em Espécie Ocultas” in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comercias – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, p. 675, e COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol.II., *Das Sociedades*, 3.ª ed., Coimbra, Almedina, 2009, p. 283, nt. 179.

<sup>117</sup> Um instrumento privilegiado para financiar projetos de *Crowdfunding*, do nosso regime jussocietário, que não constitui *Crowdfunding* de capital por ser considerado um empréstimo do sócio, é o contrato de suprimento (Considera-se contrato de suprimento o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio convenciona com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos seus sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo caráter de permanência, art.º 243.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais). Utilizando a definição de Alexandre Mota Pinto, o contrato de suprimento é “um contrato pelo qual o sócio (ou certos terceiros) financia a sociedade com capital alheio em lugar do necessário capital próprio”, ALEXANDRE MOTA PINTO, *Do Contrato de Suprimento – O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Coimbra, Almedina, 2002, p. 397. Frequentemente, o beneficiário tem a necessidade fundamental de um maior financiamento do que a oferta inicial, e com os contratos de suprimentos, em que a sua obrigação pode ser estipulada no contrato de sociedade, este tem um instrumento útil para satisfazer a sua pretensão, enquanto os investidores têm, outrossim, as suas vantagens. “Com a simples realização de empréstimos à sociedade, os sócios investem na empresa, muitas vezes obtendo um juro remunerador do investimento, sem aumentar a responsabilidade pelo projecto empresarial, uma vez que podem exigir a restituição das quantias mutuadas”, ALEXANDRE MOTA PINTO, *Do Contrato de Suprimento – O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Coimbra, Almedina, 2002, p. 14. O regime do contrato de suprimento, apesar da sua disposição sistemática, deve aplicar-se às sociedades anónimas, Cf. ALEXANDRE MOTA PINTO, Anot. ao art.º 243.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. III, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 633-643.

<sup>118</sup> CARLOS FRANCISCO ALVES, *Financiamento Colaborativo...ob. cit.*, p. 4.

<sup>119</sup> CARLOS FRANCISCO ALVES, *Financiamento Colaborativo...ob. cit.*, p. 4.

merecido um Parecer e nota técnica da Comissão da Economia e das Obras Públicas, de 26 de Junho de 2013<sup>120</sup>.

O Projeto de Lei encontra-se dividido em vinte artigos e seis capítulos. No primeiro capítulo, define-se o que é o financiamento colaborativo (*Crowdfunding*) e as suas modalidades; no segundo capítulo, define-se quem pode ser titular das plataformas de negociação e os seus deveres; no terceiro, delimitam-se os beneficiários, o modo de estes aderirem às plataformas de negociação e as suas obrigações de informação; no quarto, definem-se as características da oferta, os limites de investimento, as situações de alteração às condições da oferta e o direito subsidiário; no quinto, é regulada a prevenção de conflitos de interesse; e no sexto encontramos as disposições finais e transitórias.

O Projeto de Lei encontra-se bem sistematizado e prevê soluções apropriadas, como a sujeição das modalidades do *Crowdfunding* por donativo e por recompensa à regulação da Direção-geral do Consumidor.

É de louvar, também, o estabelecimento de rigorosos deveres e obrigações para as plataformas e beneficiários, de modo a informar e proteger os investidores, o estabelecimento de limites ao investimento por parte da CMVM, e, igualmente, a aplicação como direito subsidiário das disposições sobre proteção da propriedade intelectual, quando relevantes<sup>121</sup>.

Verificam-se, no entanto, algumas imprecisões. Em primeiro lugar, não se encontra justificação para a CMVM ter discricionariedade absoluta para definir o limite máximo de angariação por cada oferta, sendo que o Projeto de Lei só estabelece que o limite pode não corresponder ao valor global da atividade a financiar, não se determinando qualquer critério para essa decisão da CMVM, ao contrário da definição dos limites máximos de investimento, em que são definidos múltiplos critérios. Irrrazoavelmente, o Projeto de Lei, no seu art.º 9.º, n.º 1, prevê, só, que se pode dispensar o único critério que realmente faz sentido, o valor global da atividade a financiar. O limite máximo de angariação por cada oferta só se pode aferir através do projeto que é divulgado, sendo que qualquer limite superior ao valor necessário para o projeto só poderá criar problemas de risco moral.

Não se encontra estabelecida, igualmente, a diferença de regimes entre os modelos *all for all* e *all or nothing*, que pode ser bastante relevante no *Crowdfunding* por capital, para se poder qualificar a atribuição de ações aos investidores. Ora vejamos, no modelo *all for all* o recebimento das ações pelo investidor configura-se como uma simples subscrição de ações, mas no modelo *all for nothing* afigura-nos que é atribuída ao investidor uma “*call option*”, que está naturalmente dependente do sucesso do projeto, sendo, por consequência, recomendável uma clarificação da questão num futuro regime jurídico português do

---

<sup>120</sup> Parecer da Comissão de Economia e Obras Públicas sobre o Projeto de Lei 419/XII, 2013, disponível em: <http://debates.parlamento.pt>, data de consulta a 14-2-2015.

<sup>121</sup> É essencial a sujeição dos projetos criativos de *Crowdfunding* aos direitos de autor, por estes serem “frequentemente associados ao domínio da música, da literatura e das belas artes”, NUNO SOUSA E SILVA, “Introdução ao Direito de Autor Europeu” in *Revista da Ordem dos Advogados*, IV, Lisboa, ROA, 2013, p. 1332.

*Crowdfunding*. Também seria de louvar a inclusão do “direito de arrependimento do investidor, a exercer num período de tempo razoável”<sup>122</sup>.

A regulação das modalidades do *Crowdfunding* por empréstimo deve ser feita pelo Banco de Portugal, devido à natureza desta modalidade. Deve-se, assim, dividir de forma rigorosa esta regulação com a regulação do *Crowdfunding* de capital que tem a supervisão da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), para evitar assim, a sobreposição de competências de entidades reguladoras, tão comum no nosso país. Aliás, deve-se proibir um sistema híbrido, impedindo que uma plataforma opere com a modalidade por empréstimo e com a de capital, não havendo qualquer problema num sistema híbrido com uma destas modalidades e a de doação e/ou recompensa.

Ademais, justifica-se a diferenciação de regimes entre o *Crowdfunding* através de donativos e com recompensas e o *Crowdfunding* financeiro (de capital e por empréstimo), porque as necessidades de tutela legal são muito diferentes nestas figuras. Por exemplo, não se encontra uma razão para definir um limite ao montante de angariação por projeto no *Crowdfunding* através de donativos e com recompensas, já que nestas modalidades não existe o risco da perda do capital investido<sup>123</sup>.

Acrescentamos, ainda, ser aconselhável incluir os investidores nos processos de tomada de decisões, existindo a necessidade de criar e adaptar formas de comunicação, sobretudo por serviços na Web<sup>124</sup>. Mais, “cláusulas de antidiluição e *tag-along* devem ser asseguradas, sob pena dos investidores sofrerem o risco de não receberem os dividendos correspondentes ou apenas uma soma irrisória, no caso de sucesso de *startups*”<sup>125</sup>. Sem proteção contra a diluição, os investidores podem não ter qualquer ganho pela sua tomada de risco<sup>126</sup>.

Contudo, o Projeto de Lei ainda se encontra a ser debatido e ainda muitas questões terão que ser analisadas devido à complexidade desta nova estrutura de financiamento. Não podemos, no entanto, deixar de apelar à urgência da admissão do *Crowdfunding* de capital e do *Crowdfunding* por empréstimo no nosso ordenamento, porque estas formas de

<sup>122</sup> CARLOS FRANCISCO ALVES, *Financiamento Colaborativo...ob. cit.*, p. 14.

<sup>123</sup> Não se encontra justificação para não permitir angariações de montantes mais elevados nestas modalidades. Por exemplo, nos Estados Unidos da América, uma iniciativa de *Crowdfunding* com recompensa para financiar um jogo de computador chegou aos 72 milhões de dólares, informação disponível em: <http://www.economist.com/news/business/21643135-video-game-smashes-crowdfunding-records-raising-72mand-counting-stars-are-limit?fsrc=scn/fb/wl/pe/thestarsarethelimit>, data de consulta a 12-3-2015.

<sup>124</sup> Cf. OTHMAR LEHNER, *Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda*, 2012, pp. 16 e ss., disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2102525](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2102525), data de consulta a 17-3-2015.

<sup>125</sup> FRANCISA SEARA CARDOSO, “Portugal: palco de uma nova revolução?” in *Expresso*, do dia 24 de Janeiro de 2015. As cláusulas *tag-along* possibilitam “às partes o acompanhamento de determinado sócio que aliena a sua participação social. É uma cláusula frequente quando para as partes é essencial a presença ou continuidade de outra parte enquanto sócia da sociedade. Assim, quando um dos sócios pretende vender a sua quota, outro(s) sócio(s) terá(ão) o direito de acompanhar essa venda, saindo também da sociedade. Estipula normalmente, por um lado, a obrigação do sócio que pretenda vender a sua quota de dar a conhecer ao potencial interessado na compra da sua quota a existência do direito dos restantes sócios (parte no acordo) venderem também a sua quota, se assim o desejarem.”, AMADEU JOSÉ DOS SANTOS e PAULA BAIÃO, *Cláusulas Tag-along*, disponível em: <http://sociedade-por-quotas.dashofer.pt/?s=modulos&v=capitulo&c=3196>; Cláusula antidiluição é um espécie de direito de preferência do acionista num aumento de capital ou direito de converter os seus valores mobiliários a certa taxa de conversão, protegendo o investidor/acionista da desvalorização do seu investimento, *vd.* <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Anti-Dilution+Provision>.

<sup>126</sup> MICHAEL DORFF, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, 2013, pp. 5 e 6, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 3-3-2015; Cf. DOUGLAS CUMMINGS e SOFIA JOHAN, *Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding*, 2013, p. 4, disponível em: <http://www.tandfonline.com/>, data de consulta a 20-2-2015.

financiamento podem dinamizar a Economia e potenciar o tão fundamental crescimento económico.

## 9. **Crowdfunding na União Europeia**

Na União Europeia, estas figuras estão, também, a ser amplamente debatidas. Em Setembro de 2011, é elaborado um Relatório<sup>127</sup> pelo EENC (*European Expert Network on Culture*), pertencente à Comissão Europeia, com vista a analisar o *Crowdfunding* na Europa. Em 2012, é lançado um trabalho<sup>128</sup> pela *European Crowdfundng Network*, propondo algumas ideias para a criação de um regime uniforme para o *Crowdfunding* na União Europeia. Em 2013, no Regulamento (UE) n.º 1287/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, que define a Estratégia Europa 2020, estabelece como objetivo o desenvolvimento do *Crowdfunding*, em função da procura do mercado. Por último, em 2014, é emitido um Parecer<sup>129</sup> do Comité Económico e Social Europeu sobre o Consumo Colaborativo, um Parecer<sup>130</sup> do Comité Económico e Social Europeu sobre *Crowdfunding*, uma Comunicação<sup>131</sup> da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre *Crowdfunding*, uma Opinião<sup>132</sup> da ESMA (*European Securities and Markets Authority*) sobre *Crowdfunding* de investimento, e um trabalho<sup>133</sup> da Comissão Europeia sobre o papel dos administradores nas plataformas de negociação de *Crowdfunding*.

Todo este debate na União Europeia parece centrar-se nas preocupações sobre as dificuldades que possam vir a ter os interessados nos modos de funcionamento do *Crowdfunding*, a fraude e a incerteza jurídica, não avançando, deste modo, com nenhuma legislação devido à sua enorme burocratização de comissões e procedimentos, contrária à celeridade do Comércio Internacional. De resto, dentro da União Europeia, assistimos aos avanços da França e Itália na introdução destes mecanismos de financiamento nos seus ordenamentos jurídicos, potenciando as suas pequenas e médias empresas através da captação de investimento, enquanto Portugal receosamente espera.

<sup>127</sup> O Relatório encontra-se disponível em: <http://www.eenc.info/>.

<sup>128</sup> KRISTOF DE BUYSERE, OLIVER GAJDA, RONALD KLEVERLAAN, e DAN MAROM, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, disponível em: <http://www.crowdfundingframework.eu/>, data da consulta a 30-1-2015.

<sup>129</sup> O Parecer pode ser visto em: [http://www.igfse.pt/upload/docs/2013/2013\\_C44\\_27.pdf](http://www.igfse.pt/upload/docs/2013/2013_C44_27.pdf), data da consulta a 12-2-2015.

<sup>130</sup> O Parecer encontra-se disponível em: [www.ipex.eu](http://www.ipex.eu), data da consulta a 21-2-2015.

<sup>131</sup> COM(2014) 172 final, disponível em: [www.ipex.eu](http://www.ipex.eu), data da consulta a 12-3-2015; A Assembleia da República Portuguesa já emitiu um Parecer sobre esta Comunicação através da Comissão de Assuntos Europeus e da Comissão da Economia e das Obras Públicas, disponível em: <http://ec.europa.eu/>, data da consulta a 23-2-2015.

<sup>132</sup> ESMA (*European Securities and Markets Authority*), *Opinion – Investment-based Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://www.esma.europa.eu/>, data da consulta a 29-1-2015.

<sup>133</sup> JAVIER RAMOS, *Crowdfunding and the Role of Managers in Ensuring the Sustainability of Crowdfunding Platforms*, 2014, disponível em: <http://ipts.jrc.ec.europa.eu/publications/pub.cfm?id=7243>, data da consulta a 12-3-2015.

## 10. Conclusões

Procuramos, neste ensaio, conhecer um pouco dos mecanismos, potencialidades e problemas da figura do *Crowdfunding*, que tanto tem crescido globalmente. As potencialidades que esta figura parece conter suscitam o nosso interesse e motivam o nosso estudo. É imperativo analisar os seus problemas e arranjar soluções para evitar as restrições à realização do capital das sociedades através do *Crowdfunding* de capital e por empréstimo, nunca esquecendo a premência de financiar a nossa economia real - que tanto tem sofrido “às mãos” do setor financeiro -, para efetivamente combater a desigualdade e a pobreza.

Observamos, primeiramente, definições do *Crowdfunding* de vários autores, todas parecendo convergir na referência a uma forma de financiamento de projetos e empreendimentos, geralmente com recurso à *internet*, através de um convite ao investimento do público (*crowd*).

Seguidamente, analisamos o *Crowdsourcing* como figura próxima do *Crowdfunding* e os seus benefícios na redução dos custos de transação. Exploramos, depois, as vantagens e desvantagens do *Crowdfunding*, tendo-nos parecido aconselhável a regulamentação da figura para controlar os perigos que possam advir da sua falta de controlo inerente.

Posteriormente, analisamos as diferentes modalidades do *Crowdfunding* e a regulamentação deste mecanismo de financiamento nos Estados Unidos da América, em Itália e em França, de modo a perceber como é que o ordenamento jurídico recebeu as figuras do *Crowdfunding* de capital e o *Crowdfunding* por empréstimos, normalmente sujeitas a inúmeros constrangimentos legais. Deste modo, percebemos melhor os exemplos que Portugal pode seguir para poder admitir legalmente estas formas de investimento.

Seguidamente, observamos com mais detalhe as problemáticas jussocietárias que se levantam perante o financiamento das nossas sociedades comerciais através do *Crowdfunding* de capital, e depreendemos que as enormes exigências do nosso ordenamento jurídico societário não facilitam o acesso das sociedades comerciais que procuram o *Crowdfunding*.

Por fim, averiguamos as soluções do Projeto de Lei n.º 419/XII de 30 de Abril de 2013, pretendendo aprovar, em Portugal, o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (*Crowdfunding*), e ainda perscrutamos os estudos realizados pela União Europeia com vista à regulamentação deste mecanismo.

Concluímos, deste modo, que apesar de existirem vários perigos no *Crowdfunding*, a sua regulamentação é urgente de modo a garantir a confiança dos seus intervenientes. “A experiência, pautada por diversas crises, mostra que, em si mesmo, o dinheiro provoca injustiças e a própria autodestruição de riqueza. O controlo jurídico é inevitável, assente na necessidade de defesa dos particulares e do próprio interesse público”<sup>134</sup>. Destarte, o

---

<sup>134</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Direito bancário e alteração de circunstâncias” in *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 2, Ano VI, Coimbra, Almedina, 2014, p. 344.

*Crowdfunding* só poderá crescer em Portugal se revelar-se uma forma de investimento e financiamento seguro.

Concluímos, também, que a admissibilidade legal do *Crowdfunding* de capital pode gerar o crescimento económico, que tanto precisamos, resolver os problemas de financiamentos das pequenas e médias empresas e expor as potencialidades portuguesas para aumentarmos as nossas exportações e aproveitarmos da melhor forma o “mercado virtual onde podem oferecer-se e adquirir-se bens e serviços por cima dos velhos constrangimentos do tempo e do espaço, na ambição da intemporalidade, da ubiquidade e de uma Terra sem confins”<sup>135</sup>.

Portugal necessita de alterar a sua atitude expectante, de modo a incentivar o sucesso das nossas pequenas e médias empresas. Capacidades não faltam, aliás, a primeira plataforma de negociação de *Crowdfunding* de capital foi criada por um americano e um português<sup>136</sup>. Denota-se, também, a capacidade inovadora e criativa das nossas empresas, apesar das dificuldades no acesso a financiamento. Cumpre-nos, assim, o dever de aproveitar a nossa qualidade, e, através do investimento privado, aventurarmo-nos nesta Economia globalizada para, orgulhosamente, mostrarmo-nos ao mundo.

## Bibliografia

ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, vol.II., *Das Sociedades*, 3.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2009

ADAMO, SALVATORE, *Il Crowdfunding in Italia: Evoluzione normativa e profili qualitativi quantitative*, 2014, disponível em: <https://etd.adm.unipi.it/>, data de consulta a 15-1-2015

AGRAWAL, AJAY / CATALINI, CHRISTIAN / GOLDFARB, AVI, *The Geography of Crowdfunding*, 2011, disponível em: <http://www.nber.org/papers/w16820>, data de consulta a 21-1-2015

ALEXANDER, LISA, *Cyberfinancing for Economic Justice*, 2013, disponível em: <http://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1055&context=wmlr>, data de consulta a 12-1-2015

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011

ALVES, CARLOS FRANCISCO, *Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)*, 2013, disponível em: <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf>, data de consulta a 14-2-2015

AMADOR, CLÁUDIA, *Sustentabilidade Financeira das Organizações da Economia Social: novas soluções socialmente inovadoras em época de crise*, 2013, disponível em: <http://cabodostrabalhos.ces.uc.pt/>, data de consulta a 27-1-2015

<sup>135</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, 4.<sup>a</sup> ed., revista e aumentada, Tomo I – Parte geral, Coimbra, Almedina, 2013, p. 110.

<sup>136</sup> Carlos Silva e Jeff Lynn fundaram a Seedrs, em Julho de 2012, vd. <http://www.portugalglobal.pt/> e <https://www.seedrs.com/>, data da consulta a 20-3-2015.

ANTUNES, João MORAIS, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Coimbra, Almedina, 2007

BAECK, PETER / COLLINS, LIAM / ZHANG, BRIAN, *Understandtinf Alternative Finance – The UK Alternative Finance Industry Report 2014*, disponível em: <http://www.nesta.org.uk/>, data de consulta a 14-1-2015

BAIRROS, RITA PINTO, "A transferência de crédito – Notas caracterizadoras no contexto da SEPA e do Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento", in *Temas de Direito Bancário I – Cadernos O Direito*, n.º 8, Coimbra, Almedina, 2014

BARNIER, MICHAEL, *Financement participatif : quel(s) cadre(s) mettre en place au niveau européen pour en saisir le potentiel tout en limitant les risques?*, 2013, disponível em: <http://europa.eu/>, data de consulta a 25-1-2015

BELLEFLAME, PAUL / OMRANI, NESSRINE / PEITZ, MARTIN, *The Economics of Crowdfunding Platforms*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 21-3-2015

BIFFI, ALESSANDRO / COLUMBARO, MANUEL, *Equity crowdfunding : un modello di analisi del comportamento di imprenditori e investitori*, 2014, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>, data de consulta a 21-1-2015

BRADFORD, STEVEN, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 27-1-2015

BROWN JR., ROBERT, *Selling Equity through Crowdfunding: A Comment*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-2-2015

BURKETT, EDAN, *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, 2011, disponível em: <http://trace.tennessee.edu/>, data de consulta a 23-2-2015

BUYSERE, KRISTOF DE / GAJDA, OLIVER / KLEVERLAAN, RONALD / MAROM, DAN, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, disponível em: <http://www.crowdfundingframework.eu/>, data de consulta a 30-1-2015

CALDEIRA, RUI, *O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo*, 2014, disponível em: <http://comum.rcaap.pt/>, data de consulta a 27-1-2015

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2011

CAMPBELL JR., RUTHERFORD, *The New Regulation of Small Business Capital Formation: The Impact - If Any - Of the Jobs Act*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 23-1-2015

CARDOSO, FRANCISCA CEARA, "Portugal: palco de uma nova revolução?" in *Expresso*, do dia 24 de Janeiro de 2015

CARIDI, VINCENZO, "Misure a sostegno dell'impresa start-up innovativa" in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n.º 4, anno XXVII, Roma, Pacini Editore, 2013

CHIAPPARELLI, GIULIA, *Il finanziamento della cultura nell'era del Web 2.0: Il Crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://dspace.unive.it/>, data de consulta a 13-2-2015

COASE, RONALD, *The Nature of the Firm*, 1937, disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x/pdf>, data de consulta a 30-1-2015

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Bancário*, 5ª Edição revista e atualizada, Almedina, Coimbra, 2014

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, "Direito bancário e alteração de circunstâncias" in *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 2, Ano VI, Coimbra, Almedina, 2014

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES / LEITÃO, ADELAIDE MENEZES, Anot. Ao art.º 279.º in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coordenado por ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2011

CORREIA, João, *O financiamento de documentários através de acções de crowdfunding: o caso do projecto X.TO*, 2012, p. 18, disponível em: <http://oatd.org/>, data de consulta a 13-2-2015

COUFFINHAL, BÉNÉDICTE, *The use of crowdfunding as an alternative way to finance small businesses in France*, 2014, disponível em: <http://esource.dbs.ie/>, data de consulta a 20-2-2015

CRÉDOT, FRANCIS-J. / SAMIN, THIERRY, "Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif" in *Revue de Droit Bancaire et Finacier*, n.º 5, 15º Année, Paris, LexisNexis, 2014

CRUZ, SEBASTIÃO, *Direito Romano (ius romanum)*, Tomo I, Introdução, Fontes, 4.ª ed., Coimbra, 1984

CUMMINGS, DOUGLAS / JOHAN, SOFIA, *Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://www.tandfonline.com/>, data de consulta a 20-2-2015

CURA, VIEIRA, "Fiducia Cum Creditore" in *Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra*, supl. vol. XXXIV, Coimbra, 1991

DAVIES, RODRIGO, *Civic Crowdfunding: Participatory Communities, Entrepreneurs and the Political Economy of Place*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 30-1-2015

DÉCARRE, MAXENCE / WETTERHAG, EMILIE, *Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 20-1-2015

DEHLING, SEBASTIAN, *Crowdfunding – A Multifaceted Phenomenon*, 2013, disponível em: <http://essay.utwente.nl/64436/>, 21-2-2015

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, Anot. ao art.º 279.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2012

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Variações sobre o Capital Social*, Coimbra, Almedina, 2009

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Anot. ao art.º 277.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2012

DORFF, MICHAEL, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 3-3-2015

ESMA (European Securities and Markets Authority), *Opinion – Investment-based Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://www.esma.europa.eu/>, data de consulta a 29-1-2015

EVERETT, CRAIG, *Origins and Development of Credit-Based Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 20-1-2015

FINK, ANDREW, *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 23-2-2015

FRETIN, JEREMY, *Crowdfunding: Les ambiguïtés d'un modèle au cœur d'une économie culturelle en mouvement*, 2013, disponível em: <http://memoires.sciencespo-toulouse.fr/>, data de consulta a 20-1-2015

FREYBURGER, GERARD, "Étude sémantique et religieuse depuis les origines jusqu'à l'époque augustéenne" in *L'antiquité classique*, Tome 59, Persee, Brussels, 1990

FUR, ANNE-VALÉRIE LE, "Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding une première étape dans la réglementation" in *Recueil Dalloz*, n.º 32, Paris, Dalloz, 2014

GALUSZKA, PATRYK / BYSTROV, VICTOR, "Development of Crowdfunding in Poland from the Perspectives of Law and Economics" in *Polish Yearbook of Laws & Economics*, Vol. 3, Wydawnictwo, Varsóvia, 2013

GIUDICI, GIANCARLO / NAVA, RICCIARDO / LAMASTRA, CRISTINA / VERECONDO, CHIARA, *Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 30-1-2015

GRASSI, GIANLUCA / ROVELLI, PAOLA, *Studio dell'impatto delle differenti dimensioni di Capitale Sociale sul successo dei progetti di Crowdfunding*, 2013, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>, data de consulta a 23-2-2015

GROSHOFF, DAVID, *Kickstarter My Heart: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding Constraints and Bitcoin Bubbles*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 20-2-2015

GUACCERO, ANDREA, "La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding" in *Banca Borsa Titoli di Credito* –

*Revista Bimestrale di Dottrina e Giurisprudenza*, Vol. LXVII, n.º 6, Milão, Giuffrè Editore, 2014

GUZIK, SAMUEL, *SEC Crowdfunding Rulemaking Under the Jobs Act - An Opportunity Lost?*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 21-1-2015

HAYEK, FRIEDRICH, "The Use of Knowledge in Society" in *American Economic Review*, Vol.35, n. 4, American Economic Association, Pittsburgh, 1945, disponível em: <http://stevereads.com/>, data de consulta a 20-1-2015

HAZEN, THOMAS, *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015

HEMER, JOACHIM, *A Snapshot on Crowdfunding*, 2011, pp. 31 e ss., disponível em: <http://www.isi.fraunhofer.de/>, data de consulta a 6-2-2015

HEMINWAY, JOAN, *What is a Security in the Crowdfunding Era?*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 21-1-2015

HEMINWAY, JOAN, *How Congress Killed Investment Crowdfunding: A Tale of Political Pressure, Hasty Decisions, and Inexpert Judgments That Begs for a Happy Ending*, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 30-1-2015

HOWE, JEFF, *The Rise of Crowdsourcing*, 2006, disponível em: <http://archive.wired.com/>, data de consulta a 20-1-2015

JENG, DANIEL, *The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 30-1-2015

JENSEN/MECKLING, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 1976, disponível em: <http://www.sfu.ca/>, data de consulta a 12-3-2015

JESUS, DIOGO, *Geography of pledging and application of funds of crowdfunding platforms and the impact on their online notoriety*, 2013, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/10904>, data de consulta a 11-2-2015

KANTOR, RYAN, *Why Venture Capital Will Not Be Crowded Out by Crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 9-2-2015

KAPPEL, TIM, *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.*, 2009, disponível em: <http://digitalcommons.lmu.edu/>, data de consulta a 25-1-2015

KNIGHT, THAYA / LEO, HUYMEN / OHMER, ADRIAN, *A Very Quiet Revolution: A Primer on Securities Crowdfunding and Title III of the Jobs Act*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com>, data de consulta a 9-2-2015

LEHNER, OTHMAR, *Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 17-3-2015

LEITE, PEDRO, *Crowdfunding: critical factors to finance a project sucessfully*, 2012, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 15-1-2015

LI, TIMOTHY, *Fraud in Crowdfunding and Antifraud Insurance*, 2013, disponível em: [http://works.bepress.com/timothy\\_li/2/](http://works.bepress.com/timothy_li/2/), data de consulta a 21-1-2015

LINO, DUARTE SCHMIDT / LOMBA, PEDRO, "Democratizar o Governo das Empresas Públicas: O Problema do Duplo Grau de Agência" in *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011

LUCAS, FILIPA, *Organizações sem fim lucrativo: o caso da Fundação Serralves. O afirmar de novas formas de financiamento*, Dissertação da UCP – Faculdade de Economia e Gestão, Porto, 2014

MAGGIORE, MASCHIETTO, *Start-up Innovative: il Regolamento Consob sul crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://www.lexology.com/>, data de consulta a 10-2-2015

MAIA, PEDRO, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento ainda não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009

MARQUES, RICARDO, *Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://empreendedorismo.pt/>, data de consulta a 12-2-2015

MATA, JUDITH, *Las campañas de crowdfunding. Su eficacia en proyectos lucrativos y causas sociales*, 2014, disponível em: <http://www.tdx.cat/>, data de consulta a 13-3-2015

MATOS, HENRIQUE, *Crowdfunding - Material Incentives and Performance*, 2012, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/>, data de consulta a 12-1-2015

METELKA, ALBAN, *Crowdfunding - Startups' alternative funding source beyond banks, business angels and venture capitalists.*, 2014, disponível em: [www.bth.se/](http://www.bth.se/), data de consulta a 27-1-2015

MOLICK, ETHAN, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-2-2015

MORITZ, ALEXANDRA / BLOCK, JOERN, *Crowdfunding: A literature review and research directions*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 15-3-2015

MORSE, ADAIR, *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, 2015, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 17-3-2015

MOULIN, JEAN-MARC, "La régulation du crowdfunding à la française" in *Revue de Droit Bancaire et Financier*, n.º 4 –14º Année, Paris, LexisNexis, 2013, data de consulta a 8-1-2015

MOUTINHO, NUNO / LEITE, PEDRO, "How to CrowdFund an Idea in Digital Platforms" in *Livro de Atas do III COBCIBER*, 2012, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 30-1-2015

MOUTINHO, NUNO / LEITE, PEDRO, *Innovation Through Crowdfunding: A Quantitative and Qualitative Analysis of Kickstarter*, 2012, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 7-2-2015

MOUTINHO, NUNO / LEITE, PEDRO, *Crowdfunding: critical factors to finance a project sucessfully*, 2012, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 27-1-2015

MOUTINHO, NUNO / LEITE, PEDRO, *Critical Sucess Factors in Crowdfunding: The case of Kickstarter*, 2013, disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/>, data de consulta a 12-2-2015

O'CONNOR, SEAN, *Crowdfunding's Impact on Start-Up IP Strategy*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015

ORDANINI, ANDREA / MICELI, LUCIA / PIZZETTI, MARTA / PARASURAMAN, PARASU, "Crowd□ funding: transforming customers into investors through innovative service platforms" in *Journal of Service Management*, Vol. 22 Issue 4, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, 2011

PAOLANTONIO, MARTIN, *Introducción a la financiación colectiva. (Crowdfunding) en el mercado de capitales*, 2014, disponível em: <http://works.bepress.com/>, data de consulta a 16-2-2015

PARSONT, JASON, *Crowdfunding: The Real and the Illusory Exemption*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015

PECK, IAN, *Where are the Jobs in the JOBS Act? An Examination of the Uneasy Connection Between Securities Disclosure and Job Creation*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 8-1-2015

PINTO, ALEXANDRE MOTA, *Do Contrato de Suprimento – O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Coimbra, Almedina, 2002

PINTO, ALEXANDRE MOTA, Anot. ao art.º 243.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. III, Coimbra, Almedina, 2011

QUELHAS, JOSÉ, "Nótulas sobre a Reforma do Sector Bancário da União Europeia após a Crise Financeira" in *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LVI, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra – Instituto Jurídico, Coimbra, 2013

RAMOS, JAVIER, *Crowdfunding and the Role of Managers in Ensuring the Sustainability of Crowdfunding Platforms*, 2014, disponível em: <http://ipts.jrc.ec.europa.eu/publications/pub.cfm?id=7243>, data da consulta a 12-3-2015

RAMOS, MARIA ELISABETE, *O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores – Entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura*, Coimbra, Almedina, 2010

RODRIGUES, João, *The Social Impact of Crowdfunding: PPL and BES Crowdfunding*, 2014, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/>, data de consulta a 30-1-2015

- ROSA, FREDERICO, *Barreiro - Model for the implementation of a local investment agency*, 2013, disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/51671/>, data de consulta a 6-2-2015
- RUBINTON, BRIAN, *Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking*, 2011, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 13-3-2015
- SÁ, FERNANDO OLIVEIRA E, "A Transformação de Créditos em Capital e o Problema das Entradas em Espécie Ocultas" in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comercias – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Volume II, Vária, Coimbra, Coimbra Editora, 2007
- SANTOS, AMADEU JOSÉ DOS / BAIÃO, PAULA, *Cláusulas Tag-along*, disponível em: <http://sociedade-por-quotas.dashofer.pt/>, data de consulta a 1-2-2015
- SCHILLER, ROBERT, *A Ética das Finanças*, tradução de PEDRO CARVALHO GUERRA e RITA CARVALHO E GUERRA, Lisboa, Bertrand Editora, 2015
- SCHWARTZ, ANDREW, *Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking Under the CROWDFUND Act*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 27-1-2015
- SCHWIENBACHER, ARWIN / BELLEFLAME, PAUL / LAMBERT, THOMAS, *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 23-2-2015
- SCHWIENBACHER, ARWIN / LARRALDE, BENJAMIM, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, 2010, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015
- SCHWIENBACHER, ARWIN / LAMBERT, THOMAS, *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, 2010, disponível em: <http://www.crowdsourcing.org/>, data de consulta a 12-3-2015
- SIEPMAN, ERICA, *The JOBS Act and the Elimination of the Ban on General Solicitations*, 2013, disponível em: <http://www.denverlawreview.org/online-articles/2013/4/27/the-jumpstart-our-business-startups-act-and-the-elimination.html>, data de consulta a 30-1-2015
- SILVA, EDUARDO SÁ, *Dicionário de Gestão*, Porto, Vida Económica, 2013
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2001
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, 4.<sup>a</sup> ed., revista e aumentada, Tomo I – Parte geral, Coimbra, Almedina, 2013
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Titularização de Créditos – Securitization – No coração da crise financeira global*, 3.<sup>a</sup> Edição, Revista e Aumentada, Coimbra, Almedina, 2013
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Fundos de Investimento e Fundos de Garantia – Sumários (Ano lectivo 2014/2015)*, apontamentos policopiados
- SILVA, NUNO SOUSA E, "Introdução ao Direito de Autor Europeu" in *Revista da Ordem dos Advogados*, IV, Lisboa, ROA, 2013

SIM, KYLE LESLIE, *Equity Crowdfunding Dissertation*, 2014, disponível em: <https://pt.scribd.com/doc/235496297/Equity-Crowdfunding-Dissertation>, data de consulta a 12-1-2015

STEINBERG, SCOTT / DEMARIA, RUSSEL, *The Crowdfunding Bible. How to raise money for any Start-up, video or Project*, 2012, disponível em: <http://www.crowdfundingguides.com/>, data de consulta a 25-2-2015

THOMPSON, ROBERT / LANGEVOORT, DONALD, *Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital-Raising*, 2012, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 11-1-2015

TRAEGER, HEATHER / KASSINGER, THEODORE / KAUFMAN, ZACHARY, *Democratizing Entrepreneurship: An Overview of the Past, Present, and Future of Crowdfunding*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com>, data de consulta a 20-2-2015

TRIUNFANTE, ARMANDO, *O Regime das Entradas na Constituição das Sociedades por Quotas e Anónimas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2014

TROISI, ANGELA, "Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari" in *Contratto e Impresa – Dialoghi com la giurisprudenza civile e commerciale*, n.º 2, Anno XXX, Milão, Wolters Kluwer Italia

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *D&O Insurance: o seguro de responsabilidade civil dos administradores e outros dirigentes da sociedade anónima*, Coimbra, Almedina, 2007

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, "O acionista de capital de risco – dever de gestão" in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012

VENTURA, RAÚL, *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2ª edição, Coimbra, Almedina, 1996.

VITALE, MATTHEW, *Crowdfunding: Recent International Developments And Analysis Of Its Compatibility With Australia's Existing Regulatory Framework*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>, data de consulta a 12-1-2015

WILLEMS, WYBRICH, *What characteristics of crowdfunding platforms influence the success rate?*, 2013, disponível em: <http://thesis.eur.nl/pub/15182/>, data de consulta a 14-3-2015

WILSON, KAREN / TESTONI, MARCO, *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets*, 2014, p.7, disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/844-improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>, data da consulta a 27-2-2015

ZHANG, YI, *An Empirical Study into the Field of Crowdfunding*, 2012, disponível em: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=3049774&fileId=3049772>, data de consulta a 1-2-2015