



EQUITY CROWDFUNDING
A GOVERNAÇÃO DA SOCIEDADE FINANCIADA

Inês Dias Lopes

Working Paper No. 4/2018

Outubro 2016

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

Keywords: Crowdfunding, Equity Crowdfunding, Equity-based Crowdfunding, Crowdsourcing, Investment-based Crowdfunding, Startup, Small Business, Early-stage Companies, Business Angels, Venture Capital, Investor Protection, Disclosure, Corporate Governance, Equity Gap, Share Capital Dilution, Compliance Costs.

EQUITY CROWDFUNDING

A GOVERNAÇÃO DA SOCIEDADE FINANCIADA

Inês Dias Lopes
i.dias.lopes@gmail.com

Abstract

Executive Summary

The equity crowdfunding phenomenon came out as a financing alternative to startups and small businesses which find it difficult to raise funds for their embryonic projects among the traditional lenders in the early days of their activity. Usually, these projects are too risky and too small to attract institutional investment (banks, capital venture, business angels), a phenomenon which is usually referred to as “*equity gap*”. Along with the other available types of crowdfunding, equity crowdfunding offers these early-stage businesses a solution for the so-called *equity gap*.

Equity crowdfunding is the process whereby the founding partners present their project to the crowd through an online platform, whereby the prospective investors may subscribe equity securities or equity-like arrangements issued / offered by the new-born company. As a result, the founders will share the ownership of the company with their new, non-professional and geographically dispersed peers.

The democratization of the access to capital and investment opportunities not only brings advantages related to the fulfilment of the equity gap, as it also fosters market efficiency and serves the purpose of testing and marketing new ideas. However, equity crowdfunding also presents several drawbacks. On the one hand, entities who resort to equity crowdfunding, which need a flexible, fast and focused management, might be jeopardized by the fact that their equity ownership is diluted among a variety of investors which may exercise their rights. On the other hand, the fact that these projects entail a high risk of failure or underperformance

grounds the need to increase the protection of non-professional investors that bet on these companies, which, ultimately, is connected to an increase of compliance costs.

Following the analysis of the definition of equity crowdfunding and the examination of the particular problems arising from the hybrid nature of the companies that resort to such alternative financing method, this paper provides a comparative study on the legislative and regulatory treatment of *equity crowdfunding*, presenting the legal framing in Portugal, Spain, Italy, France, Germany, United Kingdom and United States of America. The comparative study grounds the critical analysis of the Portuguese legal framework of equity crowdfunding, which results in the presentation of several amendments to the Portuguese law as it stands, related, *inter alia*, with the enhancement of investor protection. Moreover, several non-binding legal mechanisms are suggested, mostly connected with the shaping of the company's by-laws in light of the Portuguese corporate law, in order to facilitate the exercise of corporate management duties in an environment characterized by equity dispersion and marked by the costs related with such ownership structure.

TABLE OF CONTENTS

SIGLAS E ABREVIATURAS	6
1. INTRODUÇÃO	7
2. CARACTERIZAÇÃO E RISCOS ASSOCIADOS AO <i>EQUITY CROWDFUNDING</i>	8
2.1. CONTEXTUALIZAÇÃO	8
2.2. PROCESSO.....	10
2.3. DEFINIÇÃO	13
2.4. BENEFÍCIOS.....	15
2.5. RISCOS ASSOCIADOS.....	16
3. TENDÊNCIAS REGULATÓRIAS.....	19
3.1. LIMITES DA OFERTA E LIMITES AO INVESTIMENTO	19
3.2. CONDIÇÕES IMPOSTAS AO BENEFICIÁRIO	20
3.3. PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES PRÉ-INVESTIMENTO	23
3.4. PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES E AUDITORIA PÓS-INVESTIMENTO	25
4. APRECIACÃO CRÍTICA.....	27
4.1. SOCIEDADE FINANCIADA – A NECESSIDADE DE UM EQUILÍBRIO NO GOVERNO DESTA REALIDADE HÍBRIDA.....	27
4.2. CUSTOS E BENEFÍCIOS DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO.....	28
4.3. PROPOSTAS DE SOLUÇÕES VINCULATIVAS (<i>HARD LAW</i>)	30
4.4. RECOMENDAÇÕES (<i>SOFT LAW</i>)	34
5. CONCLUSÕES.....	41
6. BIBLIOGRAFIA	43
7. ANEXO.....	52

SIGLAS E ABREVIATURAS

al. - alínea

als. - alíneas

AMF - *Autorité des Marchés Financiers*

art. - artigo

arts. - artigos

cf. - conforme

CE - Comissão Europeia

CEO- *Chief Executive Officer*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CONSOB - *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*

CSC - Código das Sociedades Comerciais

CVM - Código dos Valores Mobiliários

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

EUA - Estados Unidos da América

FCA - *Financial Conduct Authority*

p. - página

p. ex. - por exemplo

pp. - páginas

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OICR - *Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio*

Regulamento 1/2016 - Regulamento da CMVM n.º 1/2016, sobre o Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo

RJFC - Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, introduzido pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto

SEC - *Securities Exchange Commission*

SPV - *Special Purpose Vehicle*

ss. - seguintes

1. INTRODUÇÃO

O governo societário é «o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas»¹, configurado com o intuito de minimizar os problemas decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão das empresas. Pretende-se criar uma estrutura que estabeleça incentivos e mecanismos de monitorização, apropriados a uma utilização eficiente dos recursos da empresa,² e que contribua para «a otimização do desempenho, o reforço da capacidade competitiva, a maximização da capacidade de financiamento externo, a salvaguarda da reputação organizacional e a garantia de continuidade das organizações».³ Estes são, simultaneamente, objetivos e resultados do bom governo societário, que justificam a vocação universal do mesmo, sendo um elemento essencial em todas as empresas, mesmo para recém-nascidas pequenas empresas ou *startups* que recorrem ao *equity crowdfunding* ou financiamento colaborativo de capital.

O *equity crowdfunding* constitui um novo modelo de capitalização das sociedades comerciais que se encontra em crescimento e em desenvolvimento,⁴ desafiando a tradicional separação entre sociedades de grande dimensão, abertas ao investimento do público, e as micro ou pequenas empresas e *startups*. Ao mesmo tempo, esta forma de financiamento tenta encontrar o seu espaço num contexto global juridicamente marcado por exigências de divulgação de informação que pretendem proteger os investidores, geograficamente dispersos, no mercado de capitais.⁵

Na presente dissertação, procede-se a uma análise crítica do direito constituído em que se enquadra o novo fenómeno do *equity crowdfunding*, acompanhada de sugestões de possíveis melhorias. Assim, no Ponto 2, caracteriza-se o fenómeno e apresentam-se os benefícios e os riscos associados ao *equity crowdfunding*. No Ponto 3 é feito um exame comparativo da legislação aplicável na Alemanha, em Espanha, nos Estados Unidos da América (EUA), em França, em Itália, em Portugal e no Reino Unido. No Ponto 4, por fim, analisa-se criticamente o direito constituído, sendo sugeridas alterações às soluções existentes, e fazem-se recomendações não vinculativas de governo societário que convidam à utilização pelos interessados de diversos mecanismos previstos no ordenamento jurídico português.

¹ Perspetiva operacional de *corporate governance* que consta do Relatório Cadbury (1992). Cf. TRICKER, Bob, *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, pp.30-32.

² OCDE, *Principles of Corporate Governance*, p.9.

³ CÂMARA, Paulo, *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance: uma visão transversal sobre o tema*, p.17.

⁴ Prevê-se que em 2016 o investimento em *crowdfunding* ultrapasse o investimento em fundos de capital de risco. Cf. FORBES, *Trends show Crowdfunding to surpass VC in 2016*, 09-06-2015, data de consulta a 02-10-2016.

⁵ EY, *Corporate Governance in a changing Financial and Regulatory Landscape*, pp.4-5.

2. CARACTERIZAÇÃO E RISCOS ASSOCIADOS AO EQUITY CROWDFUNDING

2.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

A crise económico-financeira de 2007⁶ resultou num agravamento das dificuldades das micro e pequenas empresas em obter financiamento bancário. Paralelamente, por se encontrarem numa fase embrionária de financiamento, muitas das novas empresas e novos projetos permaneceram fora do leque de oportunidades de investimento exploradas pelos fundos de capital de risco e por *business angels*.⁷ Assim surgiu um *equity gap* no ciclo de financiamento não só de *startups* mas também de micro ou pequenas empresas (*small businesses*).⁸ É nesse contexto que surge um mercado⁹ para as novas formas alternativas de capitalização, das quais se destaca o *crowdfunding* ou financiamento colaborativo.¹⁰

A ideia subjacente ao *crowdfunding* não é nova. O recurso ao financiamento proveniente do público ou de um elevado número de investidores individuais verificou-se muito antes da emergência e globalização da *internet*.¹¹ No entanto, hodiernamente, considerando o papel fundamental da *internet* na relevância crescente do *crowdfunding*, a doutrina tem entendido que o recurso a plataformas *online*, intermediárias no processo, embora não constitua um elemento essencial do *crowdfunding*, está presente na generalidade das situações,¹² assumindo um papel importantíssimo na exequibilidade do financiamento colaborativo.

Com base no exposto, define-se preliminarmente *crowdfunding* como o financiamento de uma ideia ou projeto de negócio, pelo público ou por um número alargado de interessados, através de um agente intermediário, tipicamente uma plataforma *online*.¹³ Na prática, o empreendedor publica a sua ideia na plataforma, no sentido de convencer os potenciais investidores a financiar o seu projeto. Ao contrário do que se passa no tradicional

⁶ CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, pp. 131-137.

⁷ WILSON, Karen E./TESTONI, Marco, *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital Markets*, p.4. Apoiando a mesma ideia e esclarecendo a diferença entre fundos de capital de risco e *business angels*, cf. ORANBURG, Seth C. *Bridgdfunding is Crowdfunding for Startups across the Private Equity Gap*, pp. 11-16.

⁸ Uma *startup* representa um negócio com uma potencialidade de grande e rápido crescimento, com um grande risco associado, e um *small business* consiste num negócio com potencial de crescimento sustentável e menos acelerado, mas também com elevado risco. Cf. ORANBURG, Seth C., *Bridgdfunding...*, pp. 9-11.

⁹ COLLINS, Liam / PLERRAKIS, Yannis, *The Venture Crowd – Crowdfunding Equity Investment into business*, pp. 17-19. Em particular, sobre a capacidade do *crowdfunding* em preencher o *gap* de financiamento, cf. PENSICO, *Crowdfunding Report*, pp. 13-14.

¹⁰ Outras novas alternativas: microfinanciamento e *peer-to-peer lending*. Cf. BRUTON, Gary et al, *New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations*, pp. 9-26.

¹¹ P. ex., na Índia, os mosteiros eram construídos com recurso a tijolos doados pelas famílias da comunidade local. Recentemente, em Nova Iorque, o pedestal da estátua da Liberdade foi suportado por pequenas contribuições de milhares de nova-iorquinos. Cf. SCHOLZ, Nadine, *The Relevance of Crowdfunding – The impact on the innovation process of small entrepreneurial firms*, p.7.

¹² SANTOS, João Vieira dos, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, pp. 7-9.

¹³ TOMCZAK, Alan / BREM, Alexander, *A conceptualized investment model of crowdfunding*, pp. 338-339.

financiamento empresarial, qualquer pessoa pode investir, assistindo-se, assim a uma democratização que vem revolucionar o mercado de capitais.¹⁴

É a tendência social do *crowdsourcing*,¹⁵ i.e., «o ato de externalizar para um indefinido e grande número de pessoas, através de um convite público, uma tarefa ou função tradicionalmente realizada por um agente definido (normalmente um trabalhador)»,¹⁶ que abarca o fenómeno mais restrito do *crowdfunding*. No âmbito daquela figura, o consumidor contribui voluntariamente para os processos de inovação e de produção, criando valor à empresa na medida em que serve de veículo de propagação de informação, sobretudo através da *internet*, permitindo identificar mercados e testar produtos e ideias. Desta forma, o conhecimento do público atenua a necessidade de contratar trabalhadores para a realização de tais tarefas, diminuindo custos e contribuindo para um aumento da eficiência empresarial.¹⁷

No entanto, não é apenas a participação do público que inspira o financiamento colaborativo. O conhecimento do público *per se*, ou *wisdom of the crowd*, tem igualmente um forte impacto nesta forma de financiamento. Aquele conceito baseia-se na ideia de que o juízo coletivo de um grupo de indivíduos promove, na generalidade dos casos, um melhor resultado que a decisão de um único indivíduo, ainda que este seja um especialista na matéria em questão. Contudo, esta vantagem da multidão no processo de decisão depende da existência de: *i*) diversidade de opiniões; *ii*) independência relativamente às opiniões dos restantes indivíduos; *iii*) descentralização, no sentido de que cada indivíduo aproveita o seu conhecimento e experiência provenientes da comunidade local em que se insere e; *iv*) agregação, existindo um mecanismo que converta os juízos individuais numa decisão coletiva. É esta partilha universal que fundamenta a existência de uma «*inteligência coletiva*» que origina decisões eficientes.¹⁸ No âmbito do *crowdfunding*, estas decisões consistem na seleção dos projetos a apoiar através deste mecanismo.

O financiamento via *crowdfunding* pode ser obtido com recurso a uma de quatro modalidades: *i*) *crowdfunding* de investimento (*investment-based crowdfunding*), em que o investidor subscreve capital ou instrumentos de dívida da empresa beneficiária; *ii*) *crowdfunding* por empréstimo (*lending-based crowdfunding*), em que o capital investido é concedido em forma de empréstimo, reembolsado com ou sem juros; *iii*) *crowdfunding* com

¹⁴ O *crowdfunding* é dirigido a todo o tipo de investidores, qualificados e não qualificados. Os primeiros são considerados pelos reguladores como sendo indivíduos detentores de uma grande liquidez, ao passo que os investidores não qualificados compõem o resto da multidão. Cf. JOFRE JR., Oscar A., *Equity Crowdfunding 101 – The global guide to a Financial Revolution*, p. 13.

¹⁵ Termo introduzido por JEFF HOWE. Cf. HOWE, Jeff, *The Rise of Crowdsourcing*, 2006.

¹⁶ HOWE, JEFF, [Blog] *Crowdsourcing – Why the power of the crowd is driving the future of business*, data de consulta a 20-4-2016. A Wikipedia é um exemplo de *crowdsourcing*.

¹⁷ SCHWIENBACHER, Armin / LARRALDE, Benjanin, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, pp. 5-6.

¹⁸ SUROWIECKY, James, *The Wisdom of Crowds*, pp. 3-22. P. ex, nos mercados de jogo e aposta desportiva, em que, de um modo geral, os mercados são relativamente eficientes, i.e., têm uma boa capacidade de leitura da informação disponível e de previsão de resultados.

recompensa (*reward-based crowdfunding*), em que é atribuída aos investidores uma recompensa não financeira (geralmente um exemplar do produto ou serviço); *iv*) *crowdfunding* através de donativo (*donation-based crowdfunding*), em que os investidores não recebem qualquer contrapartida; e *v*) *invoice trading crowdfunding*, em que as empresas vendem a terceiros faturas, ou outros créditos por solver.¹⁹

Dado o facto de ambas as vertentes, de capital e de dívida, de *crowdfunding* serem legisladas e regulamentadas em conjunto, e perante a ausência de uma preocupação dos legisladores nacionais em estabelecer uma rigorosa definição de *equity crowdfunding*, a maior parte da doutrina tem utilizado indistintamente os termos *equity crowdfunding* e *investment-based crowdfunding*.²⁰ Contudo, o *equity crowdfunding* cinge-se apenas à vertente de capital do *crowdfunding* de investimento.

2.2. PROCESSO

A construção de uma definição jurídica de *equity crowdfunding* implica a compreensão da realidade que subjaz ao fenómeno, nomeadamente do seu processo, que pode sofrer ligeiras variações que derivam da autonomia da vontade das plataformas de financiamento, jogada dentro dos limites legais.

O processo de financiamento divide-se em seis fases: candidatura e seleção; contratualização; exposição; prazo de subscrição; período de detenção; saída.²¹

2.2.1. CANDIDATURA E SELEÇÃO

Os fundadores da empresa submetem a sua candidatura a uma plataforma *online* que seleciona os melhores projetos através da realização de uma auditoria prévia (*due diligence*). Nesta auditoria, o intermediário utiliza os mais variados métodos para aferir da qualidade do projeto, desde a realização de questionários *online* até à análise do plano de negócio ou dos *ratings* da própria empresa. Adicionalmente, o valor atual da empresa é geralmente calculado com base no desconto de *cash flows* futuros a partir do valor expectável da receita obtida via *crowdfunding* com a venda da participação social da empresa, ou instrumento financeiro, no final de um determinado período de detenção da mesma.²²

¹⁹ CE, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, pp. 8-9.

²⁰ FUTKO, JASON, *Equity vs. Debt Crowdfunding*, *Crowdfund Insider*, data de consulta a 14-07-2016.

²¹ Adotando a divisão de HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding*...pp. 75-82.

²² HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing*...p. 75. Até 2014, as plataformas de *equity crowdfunding* recebiam cerca de 1000 candidaturas por mês, rejeitando cerca de 70%. Cf. JOFRE JR., Oscar A., *Equity Crowdfunding 101*...pp. 20-24.

2.2.2. CONTRATUALIZAÇÃO

Depois de aprovada a candidatura, os fundadores e a plataforma contratualizam entre si as condições de financiamento, de *marketing* e dos serviços administrativos e jurídicos prestados pela plataforma. Posteriormente, os fundadores definem o montante de capital que se pretende atingir e o número de participações sociais em que se divide, caso não estejam em causa outros instrumentos financeiros.²³

Cada plataforma pode adotar um de dois modelos de financiamento: *all-or-nothing* ou *keep-it-all*. No primeiro modelo, o mais utilizado pelas plataformas, se o montante de capital previsto não é atingido, o projeto não é financiado e os investidores recebem o seu investimento de volta. No modelo *keep-it-all*, as plataformas permitem que o financiamento continue ainda que o objetivo não tenha sido atingido, em contrapartida de uma maior remuneração da plataforma, sendo, desta forma, o risco alocado nos investidores.²⁴

Adicionalmente, as plataformas *online* podem optar por uma estrutura de investimento direto ou de investimento indireto. Nesta última estrutura é utilizado um veículo de investimento (SPV) que subscreve os valores mobiliários da nova empresa sendo que, por sua vez, os investidores subscreverão capital ou outro instrumento financeiro desse veículo.²⁵ No investimento direto, o investidor subscreve capital ou outros instrumentos financeiros da nova empresa.

Por fim, existem diferentes estruturas de remuneração das plataformas de *equity crowdfunding*. Identificam-se três tendências: remuneração pelos fundadores do novo projeto, remuneração por fundadores e investidores e remuneração apenas por investidores. Na primeira hipótese, a mais utilizada, a plataforma tem direito a uma pequena percentagem do capital angariado quando a campanha é bem-sucedida. No segundo modelo de remuneração a única diferença reside no facto de aos investidores ser cobrada uma percentagem do montante investido, sendo que, quando a campanha é bem-sucedida, algumas plataformas cobram, em alternativa ou cumulativamente, uma percentagem do lucro. Em relação ao terceiro mecanismo de remuneração, aplica-se a mesma ordem de ideias no que toca aos investidores.²⁶

²³ HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing...*p. 75-77.

²⁴ CUMMING, Douglas J. / LEBOEUF, Gael / SCHWIENBACHER, Armin, *Crowdfunding Models: Keep-it-all vs. All-or-nothing*. Na esmagadora maioria dos casos, as plataformas recorrem ao modelo *all-or-nothing*. Em Portugal, o art. 9.º do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (RJFC), introduzido pela Lei n.º 102/2015 de 24 de agosto, estabelece o modelo *all-or-nothing*, com possibilidade de uma única alteração de prazo ou do montante da oferta.

²⁵ Estrutura comum no Reino Unido e com alguma presença em França. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding...*p.5.

²⁶ ESMA, *Investment-based crowdfunding...*p.6-7.

2.2.3. EXPOSIÇÃO

A ideia e modelo de negócio são divulgados na plataforma, através da utilização de descrições, vídeos, etc. Cabe aos interessados analisar cada projeto, dado que a plataforma não pode fornecer conselhos de investimento.²⁷

2.2.4. PERÍODO DE SUBSCRIÇÃO

Os interessados podem subscrever as participações sociais ou instrumento financeiro da empresa dentro de um determinado prazo, segundo dois modelos de subscrição: «*offer-acceptance*» e «*invitation to treat*». No primeiro modelo, através de um clique num botão de aceitação na plataforma *online*, o investidor confirma a oferta da sociedade emitente e o contrato celebra-se. No segundo, ao clicar no botão *online*, o investidor indica que está interessado na subscrição, cabendo à entidade emitente a decisão de aceitação.²⁸

Até ao termo do prazo de subscrição, o capital angariado é depositado numa conta *escrow*,²⁹ apenas podendo ser daí transferido para o portal ou para a entidade emitente dos valores mobiliários quando o montante mínimo de capital acordado for alcançado ou caso a plataforma e os fundadores assim o decidam (no âmbito do modelo *keep-it-all*).³⁰

2.2.5. PERÍODO DE DETENÇÃO

O período de detenção do instrumento financeiro (de capital ou outro) varia consoante a plataforma e/ou o projeto, situando-se em média entre os 5 e os 10 anos. Durante esse período, o investidor vai sendo informado relativamente ao desenvolvimento do negócio.³¹ A liquidez deste tipo de investimento é muito reduzida, dada a parca existência de mercados secundários de transação dos instrumentos subscritos.³²

²⁷ HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing...*p. 77-79.

²⁸ HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing...*p. 80.

²⁹ Sobre a matéria cf. ANTUNES, João Morais, *Do Contrato de Depósito Escrow*, 2007.

³⁰ JOFRE JR., Oscar A., *Equity Crowdfunding 101...*p. 25.

³¹ HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing...*p. 80-81.

³² No entanto, já existem plataformas de financiamento colaborativo de capital que, ao mesmo tempo, integram um sistema de negociação alternativo para valores mobiliários de sociedades privadas. Cf. TORRIS, Therese, French Alternativa: *Equity Crowdfunding with a Secondary Market*, *Crowdfunding Insider*, data de consulta a 14-07-2016.

2.2.6. SAÍDA

A saída ocorre no termo do período de detenção do investimento, se não estiver acordado um mecanismo de prolongamento automático.³³

2.3. DEFINIÇÃO

Tendo em conta a relação estabelecida entre beneficiários/fundadores e investidores, o *equity crowdfunding* envolve uma oferta ao público, como modalidade particular de proposta contratual dirigida a uma generalidade de pessoas. Existe uma «*declaração feita por uma das partes (...) que, uma vez aceite pela outra, dá lugar ao aparecimento de um contrato*», estando verificados os requisitos de completude, de existência de uma intenção inequívoca de contratar e de forma.³⁴ Trata-se de uma proposta, feita por intermédio de uma plataforma *online* ou através de meio de divulgação equivalente, pelos beneficiários/fundadores do projeto, de subscrição de participações sociais da sua empresa, ou de outros instrumentos financeiros da sua empresa («*equity-like arrangements*»)³⁵³⁶, dirigida a uma generalidade de potenciais investidores.

Tipicamente, as ações representativas do capital social podem ser de duas categorias. Por um lado, ações ordinárias, «*(...)exprimindo a situação típica comum de acionista(...)*»,³⁷ integrando, no seu acervo de direitos, entre outros, o direito aos dividendos e o direito ao voto, bem como o direito de preferência na subscrição de capital em aumento por entradas em dinheiro.³⁸ Geralmente, esta categoria de ações é subscrita por investidores de maior dimensão, dado o preço mais elevado da ação, ao passo que o pequeno investidor subscreve

³³ HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing...* p. 81. Em 2015 registaram-se as duas primeiras “saídas” no mercado britânico de *equity crowdfunding*, com a aquisição da maioria das ações da E-car club pelo grupo Europcar. Cf. NESTA / UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, *Pushing Boundaries – The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, p. 43.

³⁴ CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil Português*, pp. 552-558.

³⁵ COLLINS, Liam / PLERRAKIS, Yannis, *The Venture Crowd...* p. 10. «*Equity-like arrangements*» é um termo utilizado em AHLERS, Gerit K.C / CUMMING, Douglas / GÜNTER, Christina / SCHWEIZER, Denis, *Signaling in Equity Crowdfunding*, pp. 957, para caracterizar os mecanismos que não constituem ações ou quotas. Esses mecanismos são especificados pelos seguintes autores: HORNUF, Lars / SCHWIENBACHER, Armin, *The Emergence of Crowdfunding in Europe: With an In-Depth Analysis of the German Market*, p. 15, e HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing...* pp. 75-77.

³⁶ Apenas o legislador italiano limita o mecanismo de financiamento colaborativo de capital à oferta e subscrição de participações sociais. Cf. CE, *Crowdfunding in the EU...* p. 37. Contrariamente, na Alemanha, o mecanismo de *equity crowdfunding*, entendido como exceção à elaboração de prospeto, apenas é permitido para *equity-like arrangements*, sendo que as ofertas de participações sociais estão sujeitas à elaboração de prospeto. Cf. KLÖHN, Lars / HORNUF, Lars / SCHILLING, Tobias, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions*, pp. 5-8. Por sua vez, a ordem jurídica portuguesa opta por uma referência à finalidade do valor mobiliário utilizado: no art. 3.º, *al. c)* do RJFC, o financiamento colaborativo de capital é definido como aquele «*pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros*», abrangendo, p. ex., direitos participação nos lucros por terceiro ou contratos de associação em participação.

³⁷ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, p. 396.

³⁸ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* pp. 306, 366-367.

ações de categoria B que, na esmagadora maioria dos casos, não integram direitos de voto nem direitos de subscrição preferencial.³⁹⁴⁰ A criação de outras categorias de ações, nomeadamente de ações privilegiadas – como as ações preferenciais sem direito de voto – embora não seja prática nas atuais plataformas de *equity crowdfunding*, continua a ser possível com base na autonomia contratual quer dos beneficiários, quer das plataformas de financiamento.⁴¹

Na categoria de *equity-like arrangements* importa considerar os acordos de participação nos lucros.⁴² Nesta modalidade inserem-se, por um lado, os direitos aos lucros (*profit participation rights*),⁴³ um simples contrato em que o investidor não toma a qualidade de sócio mas apenas a de terceiro participante nos lucros do empreendimento – tendo direito, a x% do lucro do exercício – sendo que a relação jurídica entre o investidor e a empresa surge de um acordo cujo conteúdo se encontra no domínio da autonomia da vontade, dentro dos limites legais.⁴⁴ Na hierarquia de satisfação dos pagamentos, o investidor surge como credor da sociedade, sendo pago com prioridade em relação aos dividendos dos sócios.⁴⁵ Por outro lado, pode ainda recorrer-se à associação em participação, contrato pelo qual alguém, que pode exercer ou não uma atividade económica, se associa a uma sociedade comercial, contribuindo para a atividade com uma prestação patrimonial e recebendo, em retorno, uma percentagem dos lucros da atividade, participando, assim nos lucros e perdas da entidade beneficiária.⁴⁶ Finalmente, no âmbito da distribuição de lucros, é ainda possível recorrer a um empréstimo com participação nos lucros (*profit-participating loan*), que consiste num mútuo em que o mutuante recebe uma percentagem dos lucros – ou de receita – da empresa, sendo geralmente contratualizado o pagamento de um juro fixo em cada prestação.⁴⁷

³⁹ Prática comum nas plataformas de *equity crowdfunding*. Cf. HEWET, Chris, *Know your share types when investing in crowdfunding equity*, [Blog] *The Finance Innovation Lab*, 26 de junho, 2015, data de consulta a 20-04-2016. Vejam-se os exemplos da Crowdcube, disponível em: <https://www.crowdcube.com/faqs/investing-in-equity/what-are-a-ordinary-shares-and-b-investment-shares>, e da Seedrs, disponível em: <https://learn.seedrs.com/guides/types-of-equity/>. Estas ações são ações diminuídas e não privilegiadas, pois não conferem um privilégio sobre os dividendos da sociedade. Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* pp. 397-423.

⁴⁰ O facto de as ações de categoria B não deterem direitos de preferência na subscrição de novas ações por entrada em dinheiro tem sido muito criticado na medida em que contribui para uma crescente diluição da massa acionista. Cf. AHMED, Murad, *Critics raise concern about equity crowdfunding site Crowdcube*, *The Financial Times*, 26 de Maio, 2015, data de consulta a 20-04-2016.

⁴¹ ENNICO, Cliff, *Crowdfunding Handbook*, pp. 48-53.

⁴² COUTO, Ana Sá / COLAÇO, Frederico Romano, *O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, p.131, WILSON, Karen E./TESTONI, Marco, *Improving the role...* p. 2, e SANTOS, João Vieira dos, *Crowdfunding...* p.15-16.

⁴³ MZS RECHTSANWÄLTE, *Profit Participation Rights*, data de consulta: 21-04-2016. Este tipo de compensação é muito comum na Alemanha e na Áustria. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*, p.5.

⁴⁴ Na ordem jurídica portuguesa pode-se recorrer ao instituto da participação nos lucros pelos promotores ou fundadores, nos termos dos arts. 16.º, n.º1 e 279.º do CSC. Cf. GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, pp. 442-446.

⁴⁵ GOMES, Fátima, *O Direito...* p.445.

⁴⁶ GOMES, FÁTIMA, *O Direito...* pp. 447-450. Em Portugal, a associação em participação é regulada pelo Decreto-Lei n.º 231/81, de 28 de julho.

⁴⁷ MZS RECHTSANWÄLTE, *Profit Participating Loans*, data de consulta: 21-04-2016.

Apesar de ser menos referida na doutrina, a compensação em forma de receita surge como uma forma alternativa de *equity-like arrangement*.⁴⁸ Também estes acordos se movem no âmbito da autonomia privada, dentro dos limites legais, dependendo das escolhas de cada plataforma e/ou beneficiário. De notar ainda, como já referido, que a percentagem contratualizada num *profit-participating loan* pode ser calculada com base na receita da empresa.

Finalmente, é ainda possível subscrever obrigações convertíveis em ações⁴⁹ em sede de *equity crowdfunding*. Um tipo de valor mobiliário que integra, por um lado, o direito à restituição do capital mutuado e o recebimento dos respetivos juros, e, por outro, o direito de converter a obrigação numa ação da sociedade em causa, numa determinada janela temporal.⁵⁰

A diversidade de formas de compensação do investidor em sede de *equity crowdfunding* justifica a dificuldade em definir com precisão esta modalidade de *crowdfunding*. Ainda assim, com base no exposto, é possível afirmar que o financiamento colaborativo de capital constitui uma proposta contratual, dirigida ao público, de subscrição de participações no capital da empresa ou de outros instrumentos financeiros materialmente equiparáveis – na medida em que pressupõem o interesse e a dependência do investidor relativamente ao sucesso da empresa –, por intermédio de uma plataforma *online*, ou através de meio de divulgação equivalente.

2.4. BENEFÍCIOS

A primeira vantagem associada ao *equity crowdfunding* prende-se com a capacidade desta forma de financiamento em preencher o já referido *equity gap* que as pequenas empresas e *startups* enfrentam.⁵¹ Para além de conseguirem financiamento, os beneficiários de *equity crowdfunding* escapam aos elevados custos associados ao recurso ao mecanismo tradicional das ofertas públicas de subscrição. Ao mesmo tempo, ao cederem parte do capital social da empresa a mais pessoas, os beneficiários deixam de acarretar todo o risco do negócio, ao contrário do que acontece no financiamento por endividamento nos moldes tradicionais.⁵² Também o facto de não ser necessário ceder qualquer prestação de garantia, de não ser necessário reembolsar o capital investido em caso de insolvência e de os fundadores do

⁴⁸ COUTO, Ana Sá / COLAÇO, Frederico Romano, *O Equity Crowdfunding*...p. 131, e MASSOLUTION, *Crowdfunding Industry Report*, p. 25; MOLLICK, Ethan, *The Dynamics of crowdfunding: an exploratory study*, p. 3.

⁴⁹ Arts. 365.º a 372.º do CSC.

⁵⁰ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, pp. 161-165. Em 2015, apenas 8 plataformas europeias permitiam a utilização deste tipo de compensação. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding*...pp.5-6.

⁵¹ Sobre esta virtude, cf. DEFFAINS-CRAPSKY, Catherine / SUDOLSKA, Agata, *Radical Innovation and early stage financing gaps: Equity-based crowdfunding challenges*, pp. 9-19.

⁵² LEHNER, Othmar M., *Crowdfunding Social Ventures: a model and research agenda*, pp. 295, 298.

projeto garantirem um maior controlo da sociedade, em comparação com a governação das sociedades de capital de risco, tornam esta forma de financiamento mais atrativa para projetos com um elevado risco inicial, com pouca ou nenhuma liquidez e com uma grande dependência de uma gestão próxima dos seus fundadores.⁵³

Com o *equity crowdfunding* assiste-se ainda a uma “democratização” da qualidade de investidor a todas as pessoas e não apenas a investidores qualificados ou familiares e amigos dos fundadores de novos projetos.⁵⁴ Esta rede de investidores, diferenciados e dispersos geograficamente, pode contribuir para a construção da credibilidade da empresa e proporciona uma distribuição geográfica de oportunidades acessíveis a uma variedade de projetos que de outro modo não obteriam financiamento.⁵⁵

Finalmente, urge destacar o importante papel das plataformas de financiamento. O facto de atuarem como centrais de informação e de agregação de oferta e de procura e de terem um forte incentivo à realização de auditorias a cada projeto (*due diligence*) contribui para um aumento da eficiência dos investimentos.⁵⁶ Ao mesmo tempo, por fazerem essa avaliação, as plataformas de financiamento enviam sinais de legitimidade e de segurança aos potenciais investidores, bem como sinais de confiança e transparência, permitindo a cada potencial investidor observar quantos outros acreditam no projeto. Por fim, é de grande relevância a função de *marketing* executada pelas plataformas, permitindo aos fundadores testar a reação do público às suas ideias ainda antes de estas serem postas em prática.⁵⁷

2.5. RISCOS ASSOCIADOS

O fator incerteza está intimamente associado ao *equity crowdfunding*. Como já referido, o risco de insucesso do tipo de projetos financiados por esta via é muito elevado, sendo esse o maior risco para os investidores.⁵⁸ A incerteza agrava-se se se tiver em conta a generalizada falta de profissionalização da gestão destas empresas, lideradas pelos fundadores do projeto.⁵⁹ O elevado grau de risco contribui para a dificuldade de avaliação do projeto, podendo beneficiar ou prejudicar os sócios da empresa no futuro.⁶⁰ Negativamente relevante para os

⁵³ TAYLOR, Ryan, *Equity-Based Crowdfunding: Potential Implication for Small Business Capital*, pp. 3-4.

⁵⁴ DIBAJI, Reza, *Crowdfunding Delusions*, p.38.

⁵⁵ TAYLOR, Ryan, *Equity-Based Crowdfunding*...p.4.

⁵⁶ DEHNER, Joseph J. / KONG, Jin, *Equity-Based Crowdfunding Outside the USA*, pp. 440-442.

⁵⁷ GABISON, Garry A., *Equity Crowdfunding: All Regulated but not equal*, pp. 363-366.

⁵⁸ SCHWARTZ, Andrew, *The Digital Shareholder*, p. 630.

⁵⁹ TURAN, Semen Son, *Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle*, pp. 148-149.

⁶⁰ COLLINS, Liam / PLERRAKIS, Yannis, *The Venture Crowd*...p. 23.

investidores é também o facto de não existir ainda um mercado secundário consolidado para as ações subscritas ao abrigo desta forma de investimento.⁶¹

A potencialidade de um grande número de investidores deter uma participação na empresa é outra causa de muitos dos problemas apontados ao *equity crowdfunding*. Em primeiro lugar, a diluição das ações, provocando uma grande redução no montante investido por cada investidor e acompanhada pelo fator *longo-prazo* para a obtenção de lucros, pode ser responsável por algum desinteresse do investidor no desempenho da empresa.⁶² Justifica-se assim a falta de incentivo dos investidores em avaliar os projetos e realizar uma *due diligence* independente, problema que afeta sobretudo os esquemas de *all-or-nothing crowdfunding*.⁶³ Neste sentido e tendo em conta que tudo se passa à distância (*online*), o risco de não se estabelecer um adequado nível de comunicação entre a gestão e os investidores pode contribuir para alguma inércia dos gestores. Em contrapartida, um elevado número de sócios, com direitos de informação e interessados em exercer os seus direitos, poderá consumir excessivamente o tempo e os recursos necessários à gestão que, na fase embrionária da empresa, deve focar-se prioritariamente no crescimento e viabilização do projeto.⁶⁴ Não se esqueça, ainda, que a prática generalizada de emissão de ações de categoria B e de outros instrumentos financeiros que não constituem participações sociais, aliada ao facto de o pequeno investidor não ter um grande poder de compra, acentua a diluição da massa acionista.⁶⁵ Desenha-se assim o contexto perfeito para o surgimento de problemas de agência na governação da sociedade financiada. De um lado, embora com pouco contacto com a empresa e algum desinteresse, os investidores desejam que os gestores/fundadores da empresa promovam a viabilidade da empresa a longo-prazo. De outro, os fundadores que, apesar da sua participação na empresa, poderão cair na tentação de querer retirar algum proveito do seu estatuto de empresário mais cedo do que é suposto.⁶⁶

O problema de agência e o risco de insucesso agravam-se se se tiver em conta o elevado grau de assimetria de informação existente neste tipo de financiamento. Os fundadores têm acesso a mais e melhor informação. A justificação reside não só no já mencionado desinteresse do investidor, mas também no reduzido grau de formação financeira do pequeno investidor, que não pode ser aconselhado nos seus investimentos pelas

⁶¹ TURAN, Semen Son, *Stakeholders...*p.149.

⁶² COLLINS, Liam / PLERRAKIS, Yannis, *The Venture Crowd...*p. 30, e WROLDSEN, Jack, *Proactive Law as a Competitive Advantage in Crowdfunding*, p.10.

⁶³ GABISON, Garry A., *The Incentive Problems with the All-or-Nothing Crowdfunding Model*, pp 501-505.

⁶⁴ COLLINS, Liam / PLERRAKIS, Yannis, *The Venture Crowd...*pp. 27-28, e WROLDSEN, Jack, *Proactive Law as a Competitive Advantage in Crowdfunding*, 2015, p.10.

⁶⁵ WILSON, Karen E./TESTONI, Marco, *Improving the role...*p. 8.

⁶⁶ P. ex., uma banda que recorre ao *equity crowdfunding* e utiliza o financiamento para gastos supérfluos (p. ex., utilização constante de limusines). Cf. SCHWARTZ, Andrew, *The Digital Shareholder...*pp. 633-636.

plataformas de financiamento.⁶⁷ Estes fatores potenciam o agravamento do fenómeno de *free riding* entre os investidores, assistindo-se a uma imitação do investimento do reduzido número de investidores mais informados, sendo que os custos de *due diligence* são alocados apenas a estes últimos.⁶⁸

Estes riscos acentuam-se no contexto do quadro legislativo que paulatinamente se vem desenvolvendo para o financiamento colaborativo de capital. As ordens jurídicas têm reagido ao aparecimento desta nova modalidade de *crowdfunding* consagrando exceções às exigências de prestação de informação. Neste contexto, a proteção do investidor poderá ser comprometida na medida em que a informação publicada é muito menor quando comparada com aquela que é publicada por empresas com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado. Esta diminuição de exigências poderá acentuar o desinteresse do investidor, o risco de existência de problemas de agência, bem como o risco de fraude.⁶⁹

A assimetria de informação, a falta de formação dos investidores, o facto de todo o processo ter seguimento via *online* e a inexistência de barreiras à entrada são condições que promovem a existência de um “*lemons problem*” no âmbito do *equity crowdfunding*.⁷⁰ Tendo os investidores acesso a menos informação que os fundadores do projeto, e tendo em conta o risco do negócio, os investidores estarão dispostos a pagar menos por uma participação. Por sua vez, os fundadores de projetos honestos e com potencial, por terem acesso a essa informação, não estão dispostos a baixar o valor de subscrição, ao passo que fundadores de projetos maus e/ou fraudulentos, estão dispostos a vender a sua ação praticamente a qualquer preço. Isto faz com que os investidores tenham uma maior tendência em investir em maus projetos, criando-se uma seleção adversa.⁷¹

Por fim, embora não exista a obrigação de divulgação de todos os pormenores do negócio, os seus fundadores poderão enfrentar o risco de perda de controlo de potenciais direitos de propriedade industrial sobre a sua ideia por publicarem *online* o projeto, antes de obterem fundos suficientes para patentear o mesmo.⁷²

⁶⁷ SCHWARTZ, Andrew, *The Digital Shareholder*...pp. 631-633, e VALANCIENE, Loreta / JEGELEVICIUTE, Sima, *Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks*, p.44.

⁶⁸ DIBAJI, Reza, *Crowdfunding Delusions*...pp. 39-40.

⁶⁹ O risco de fraude consiste na potencialidade de falsos projetos captarem investimento disponível. Cf. VALANCIENE, Loreta / JEGELEVICIUTE, Sima, *Valuation of Crowdfunding*...p.44.

⁷⁰ AKERLOF, George, *The Market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism*, 1979.

⁷¹ Sobre o assunto, cf. TOMBOC, Gmeleen Faye, *The Lemons Problem in Crowdfunding*, 2013; IBRAHIM, Darian M., *Equity Crowdfunding: a market for lemons?*, 2015.

⁷² JOFRE JR., Oscar A., *Equity Crowdfunding 101*...p. 14.

3. TENDÊNCIAS REGULATÓRIAS

O recurso às tradicionais ofertas públicas de valores mobiliários implica o cumprimento de complexas obrigações de prestação de informações e de registo. Tais exigências representam custos de financiamento que as pequenas empresas e *startups* não conseguem suportar no seu início de atividade.⁷³ É neste contexto que sucessivos diplomas legislativos relativos ao *crowdfunding* vêm surgindo recentemente em várias ordens jurídicas, abrindo novos horizontes nas formas de capitalização das empresas.

Tendo por base o estudo comparado das novidades legislativas e regulatórias da Alemanha,⁷⁴ Espanha,⁷⁵ EUA,⁷⁶ França,⁷⁷ Itália,⁷⁸ Portugal⁷⁹ e Reino Unido,⁸⁰ neste capítulo analisam-se as principais tendências em matéria regulatória, nomeadamente os pontos que relevam para a governação da sociedade financiada com recurso ao *equity crowdfunding*.

3.1. LIMITES DA OFERTA E LIMITES AO INVESTIMENTO

No que se refere à oferta pública de valores mobiliários, a Diretiva 2003/71/CE estabelece a publicação de prospeto para ofertas que, individualmente e no quadro temporal de 12 meses, pretendam angariar pelo menos €5 milhões.⁸¹ Em Portugal, esta regra é estabelecida pelo art. 111.º, n.º1, *al. i)* do CVM, isentando as ofertas até àquele montante da obrigação de publicação de prospeto. Este é o limite máximo superior para o regime jurídico aplicável ao *crowdfunding* em cada Estado-Membro, um enquadramento mais favorável e com menos custos para o oferente na medida em que o isenta da publicação de prospeto.⁸²

⁷³ Em Portugal, p. ex., qualquer oferta pública, nos termos do art. 109.º, n.º1 do CVM, constitui o oferente no dever de preparação e de divulgação de prospeto (art. 134.º do CVM). Cf. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...* pp. 543-554.

⁷⁴ *Vermögensanlagengesetz* de 6 de dezembro de 2011 – *VermAnlG* (Lei do Investimento) e *Kleinanlegerschutzgesetz*, de 23 de abril de 2015 (Lei de Proteção do Pequeno Investidor).

⁷⁵ *Ley 5/2015*, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

⁷⁶ *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, de 27 de março de 2012, e *Regulation Crowdfunding*, de 30 de outubro de 2014, SEC.

⁷⁷ *Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, *Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif* e instruções da AMF.

⁷⁸ *Decreto legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221 recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” e Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, CONSOB.

⁷⁹ RJFC e Regulamento da CMVM n.º 1/2016 sobre o *Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo* (Regulamento 1/2016).

⁸⁰ *Financial Services and Markets Act*, de 14 de junho de 2000, *Handbook* da FCA e *Crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities instrument 2014 (FCA 2014/13)*.

⁸¹ ESMA, *Opinion – Investment-based crowdfunding*, pp. 13-14.

⁸² Note-se que o limite de €5 milhões não se aplica no caso de oferta de participações sociais que não constituem valores mobiliários, como é o caso das ofertas de subscrição de novas quotas.

No âmbito da regulamentação e legislação aplicável ao *crowdfunding*, registam-se três tendências no estabelecimento do limite de subscrição por oferta, no prazo de 12 meses. A maioria das ordens jurídicas analisadas opta por uma limitação simples, com um valor máximo de subscrição.⁸³ Diversamente, na Alemanha, o limite de subscrição varia consoante o tipo de valor mobiliário ou de instrumento financeiro transacionado.⁸⁴ Por outro lado, em alguns países, o limite da oferta diferencia-se consoante o tipo de investidor a que se dirige.⁸⁵

A distinção entre investidores qualificados e não qualificados é uma tendência marcante. Com exceção de França e de Itália, os ordenamentos jurídicos analisados diferenciam tipos de investidores ao estabelecerem limites quantitativos à subscrição por cada investidor. A distinção pode ser feita com base nos rendimentos anuais do investidor, na sua natureza jurídica e na caracterização do mesmo como investidor qualificado.⁸⁶

Em Itália, a qualificação do investidor mostra-se especialmente importante, na medida em que, para que a oferta pública possa ser válida e eficaz, é necessário que pelo menos 5% do capital seja subscrito por um investidor qualificado.⁸⁷

3.2. CONDIÇÕES IMPOSTAS AO BENEFICIÁRIO

3.2.1. TIPO SOCIETÁRIO E CAPITAL SOCIAL MÍNIMO

Para uma análise do governo societário das sociedades financiadas via *equity crowdfunding*, mostra-se relevante analisar alguns aspetos dos tipos societários que podem

⁸³ É o caso da Itália e Reino Unido, com um limite de €5 milhões, e de França, limitando a oferta em €1 milhão. Cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 39. Também nos EUA se verifica esta tendência, limitando-se a oferta em €1 milhão. Cf. EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *Review of Crowdfunding Regulation – Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, p. 232.

⁸⁴ As ofertas que tenham por objeto *profit-participating loans*, os empréstimos subordinados e outros instrumentos financeiros equiparáveis, mediante determinadas condições, têm um limite máximo de €2.5 milhões, ao passo que tratando-se de *silent partnership interests* ou de *profit participation rights*, o limite para a oferta é de apenas €100 mil. A doutrina não compreende o motivo desta distinção. Cf. KLÖHN, Lars / HORNUF, Lars / SCHILLING, Tobias, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act*...pp. 11-14.

⁸⁵ Em Espanha, o limite geral é de €2 milhões, sendo que será de €5 milhões nos casos em que a(s) oferta(s) se dirija(m) apenas a investidores qualificados. Cf. art. 68º da *Ley 5/2015*. Por sua vez, em Portugal, o limite geral é de apenas €1 milhão, exceto se a oferta se dirigir exclusivamente a pessoas coletivas ou a pessoas singulares com um rendimento anual igual ou superior a €70 mil, caso em que o limite será de €5 milhões. Cf. arts. 19.º e 12.º, n.º 2 do Regulamento 1/2016.

⁸⁶ Em Portugal, o regulador utiliza as três situações para excecionar a aplicação dos limites, de €3 mil por oferta e de €10 mil de total de investimentos, a pessoas coletivas, a pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €70 mil e aos investidores qualificados nos termos do CVM, aos quais não são impostos limites de investimento, estando apenas restringidos pelo limite geral aplicável a cada oferta. Cf. art. 12.º do Regulamento 1/2016. No Reino Unido, em que a oferta pública de valores mobiliários de elevado risco de liquidez (*«non-readily realisable securities»*) é bastante restrita, sendo apenas permitida a determinadas categorias de investidores, os investidores não qualificados apenas poderão proceder à subscrição se não ultrapassarem 10% dos seus ativos financeiros. Cf. FCA, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet*, pp.35-39. Em relação aos restantes países analisados, cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 40.

⁸⁷ BUTTURINI, Paolo, *Financial Crowdfunding Regulation in EU countries*, p. 195.

dar forma a estas novas empresas. Neste ponto particular do presente estudo comparatístico a análise recai sobre as ordens jurídicas italiana, espanhola, francesa, portuguesa e britânica.⁸⁸

Ao qualificar o financiamento colaborativo de capital, na *al. c)* do art. 3.º do RJFC, o legislador português faz referência a «*participação no respetivo capital social*». *Ubi lex non distinguit, necque nos distinguere licet*. Neste sentido, o legislador admite a possibilidade de não apenas sociedades anónimas, mas também outros tipos societários, nomeadamente as sociedades por quotas, poderem recorrer ao *equity crowdfunding*.⁸⁹ De facto, o RJFC constitui lei especial relativamente ao CVM, considerando as condições particulares⁹⁰ do tipo de sociedades que recorre ao *crowdfunding* e incluindo no seu âmbito de aplicação as ofertas ao público relacionadas com sociedades por quotas, tipo societário mais comum em Portugal. Limitar a aplicação do diploma às sociedades anónimas resultaria numa inaplicabilidade prática do *equity crowdfunding*, considerando o requisito de capital mínimo de €50.000⁹¹ que não é compatível com a situação financeira da generalidade dos pequenos negócios que a ele recorrem. Não obstante, as sociedades anónimas que recorrem ao *equity crowdfunding*, são consideradas sociedades abertas.⁹²

Em Espanha, o legislador é mais claro, referindo-se simultaneamente à emissão e subscrição de ações ou de participações de *sociedades de responsabilidade limitada*.⁹³ Em Itália, para além da opção entre *società per azioni* e *società a responsabilità limitata*, a empresa pode optar pela forma cooperativa.⁹⁴ Por sua vez em França, a legislação faz apenas referência a ações como participação social subscrita via *equity crowdfunding*.⁹⁵ Finalmente, relativamente à ordem jurídica britânica, perante a ausência de qualquer menção a tipos societários ou a participações sociais a serem subscritas via *equity crowdfunding*, opta-se por fazer uma

⁸⁸ São excluídos da análise a Alemanha e EUA. No primeiro caso, por ali não ser possível recorrer ao *equity crowdfunding*, no sentido de exceção à obrigação de elaboração de prospeto, para a emissão de participações sociais. Cf. KLÖHN, Lars / HORNUF, Lars / SCHILLING, Tobias, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act*...p. 12. Na segunda situação, devido ao facto de as características de cada tipo societário estarem dependentes das leis de cada estado federado.

⁸⁹ Tratando-se de uma sociedade por quotas, será necessário recorrer a um aumento de capital por entradas em dinheiro, com criação de novas quotas, sendo necessário uma renúncia dos sócios relativamente ao direito de preferência de que gozam, que poderá ser suprimido por deliberação da assembleia geral. Cf. arts. 87.º e ss. e 266.º e ss. e 460.º do CSC. Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito*...p. 853.

⁹⁰ Sobre a relação de especialidade, cf. ASCENSÃO, José de Oliveira, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, pp. 527-529.

⁹¹ Art. 276.º, n.º 5 do CSC.

⁹² Art. 13.º, n.º 1, *a)* e *b)* do CVM. Cf. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito*...pp. 513-514. O legislador português não clarifica se o beneficiário que recorre ao *equity crowdfunding* deve ser uma sociedade já constituída ou a constituir. Nesta última alternativa ocorrerá um apelo à subscrição pública nos termos dos arts. 279.º e ss. do CSC, com algumas dificuldades de aplicação prática em sede de financiamento colaborativo, por se tratar de uma subscrição sucessiva, composta por várias etapas. Cf. FIGUEIREDO DIAS, Gabriela, *Anot. ao art. 279.º, Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, p.116.

⁹³ Art. 50.º, n.º 1 da *Ley 5/2015*.

⁹⁴ CONSOB, *Equity Crowdfunding*, data de consulta a 23-07-2016.

⁹⁵ CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 37.

referência ao tipo societário mais comum nas sociedades que recorrem a este tipo de financiamento, a *private company limited by shares*.

Os requisitos de governo societário e de capital social mínimo em cada jurisdição analisada são também relevantes para a presente dissertação, podendo ser determinantes para o sucesso ou insucesso do *equity crowdfunding*.⁹⁶

3.2.2. REQUISITOS SUBSTANTIVOS ADICIONAIS

Enquanto nas restantes ordens jurídicas o legislador não impõe quaisquer requisitos aos projetos que poderão recorrer ao *crowdfunding*, em Itália a lei estabelece condições que restringem bastante o âmbito de aplicação desta forma de financiamento. Com efeito, apenas empresas que se qualifiquem como «*startup innovativa*» ou as «*piccola e media imprese innovative*» (*pmi*)⁹⁷ podem recorrer ao *equity crowdfunding*. Destaque para a imposição de um único ou principal objeto social de desenvolvimento, produção ou comercialização de produtos ou serviços de alta tecnologia inovadora (apenas para a *startup innovativa*) e para a necessidade de preenchimento de dois de três requisitos: *i*) realização de despesas em pesquisa e desenvolvimento iguais ou superiores a 20% ou 3% (consoante se trate de *startup* ou de *pmi*) do maior valor entre o custo e o valor total da produção; *ii*) pelo menos 1/3 ou 1/5 dos funcionários (consoante se trate de *startup* ou de *pmi*) deverão ser doutorados ou deverão frequentar doutoramento; e *iii*) titularidade de patente diretamente relacionada com a atividade principal.⁹⁸

3.2.3. REQUISITOS ESTATUTÁRIOS

Relativamente aos estatutos da sociedade, o regulador italiano impõe a inserção de uma cláusula que regule a posição do investidor na hipótese de cedência, posterior à oferta, da participação social de um sócio maioritário a um terceiro.⁹⁹ A legislação espanhola, por seu turno, estabelece que os estatutos das empresas que recorrem ao *equity crowdfunding* deverão: *i*) consagrar o direito de presença na assembleia geral através de meios telemáticos; *ii*) assegurar o direito de representação na assembleia geral por qualquer pessoa; *iii*) estabelecer a comunicação, à sociedade e aos sócios, dos acordos parassociais que tenham por

⁹⁶ Vide Anexo.

⁹⁷ Art. 2.º, c) do *Regolamento sulla raccolta*...p.3. Para uma abordagem geral a estes requisitos, cf. BUTTURINI, Paolo, *Financial Crowdfunding Regulation*...pp. 193-198.

⁹⁸ Art. 25.º do *decreto legge 10 ottobre 2012*, art. 4.º, n.º3 do *decreto legge 24 gennaio 2015*.

⁹⁹ Anexo III, ponto 3, d) do *Regolamento sulla raccolta*...p. 29.

objeto o exercício do direito de voto nas assembleias gerais ou que estejam relacionados com a transmissibilidade dos valores representativos de capital.¹⁰⁰

3.3. PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES PRÉ-INVESTIMENTO

No âmbito das informações e avisos¹⁰¹ que as plataformas devem disponibilizar nos seus *websites* e nos documentos relativos a cada oferta em particular, destinados aos investidores, constam informações específicas relativas aos beneficiários de cada oferta. Na generalidade dos ordenamentos jurídicos, os beneficiários devem preencher um formulário com informações-chave para a tomada de decisão do investidor. Contudo, o tipo de informações solicitadas e os seus detalhes dependem exclusivamente da descrição, nos termos da lei, de cada ordem jurídica, existindo casos em que o regulador adota uma posição liberal em relação à informação exigida, sendo paradigmática desta tendência a regulação no Reino Unido.¹⁰²

Para além do Reino Unido e da Alemanha, os restantes países analisados partilham exigências de divulgação de informação relacionadas com a identificação do beneficiário,¹⁰³ com a descrição do negócio do beneficiário e/ou do projeto a ser financiado através dos fundos angariados,¹⁰⁴ com o detalhe da situação financeira do beneficiário¹⁰⁵ e das condições de

¹⁰⁰ Art. 80.º da *Ley 5/2015*.

¹⁰¹ Avisos aos potenciais investidores sobre o nível de risco presente em investimentos de *equity crowdfunding*, relativos, p. ex., à dificuldade ou falta de mercado secundário (risco de liquidez), ao facto de o capital investido não ser garantido pelo Fundo de Garantia de Depósitos, e ao facto de, no caso de emissão de instrumentos financeiros, a emissão não ser objeto de supervisão do regulador do mercado de capitais e de o mesmo regulador não examinar/aprovar as informações disponibilizadas na plataforma. P. ex., o art. 16.º, n.º2, *als. b) a r)* do Regulamento 1/2016. Para um panorama geral, cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 42.

¹⁰² O regulador do Reino Unido não exige um documento pré-definido com informações sobre o beneficiário, mas apenas que as empresas beneficiárias «*divulguem informações suficientes de uma forma correta, clara e não enganosa*» e que «*forneçam informações adequadas sobre os investimentos designados para que o cliente possa razoavelmente compreender a natureza e os riscos e possa tomar decisões de investimento com conhecimento de causa*» [tradução nossa]. Cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 41, e FCA, *The FCA's regulatory approach*...p. 42.

¹⁰³ P. ex., o documento «*Informações Fundamentais Destinadas aos Investidores de financiamento colaborativo*», anexo II do Regulamento 1/2016, exige uma identificação completa do beneficiário, caso se trate de pessoa coletiva, nos termos do art. 171.º do CSC.

¹⁰⁴ P. ex., em França, a AMF exige uma descrição da natureza das operações e atividades principais da entidade emitente, bem como das principais categorias de produtos e serviços e dos mercados em que a entidade desenvolve o seu negócio. Cf. Anexo 1 da instrução DOC-2014-12 da AMF – *Informations aux investisseurs à fournir par l'émetteur et le conseiller en investissements participatifs ou le prestataire de services d'investissement dans le cadre d'une offre de financement participatif*.

¹⁰⁵ Que em alguns casos deve ser acompanhada por demonstrações financeiras e relatórios disponíveis de anos anteriores, tais como balanços, relatórios de gestão, estrutura de financiamento da sociedade, etc. Especialmente relevante é o facto de o regulador italiano exigir um parecer do auditor relativamente às demonstrações financeiras apresentadas. Cf. Anexo III, ponto 3, a) do *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischi tramite portali on-line*...p. 28. Nos EUA verifica-se uma exigência crescente consoante o montante da oferta: até €100 mil, as demonstrações financeiras deverão ser aprovadas pelo *principal executive officer*; acima daquele valor, as mesmas deverão ser aprovadas por auditor independente; por sua vez, se a oferta for superior a €500 mil, o beneficiário deverá fornecer demonstrações financeiras auditadas. Cf. EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *Review of Crowdfunding Regulation*...pp. 233-234.

exercício e direitos inerentes aos instrumentos financeiros objeto da oferta, bem como com a exposição dos riscos inerentes ao investimento e ao projeto de negócio do beneficiário.¹⁰⁶

Existem, no entanto, exigências de divulgação de informação que não encontram paralelo nas ordens jurídicas referidos no parágrafo anterior, relacionadas com: *i)* a divulgação da estrutura acionista da empresa e dos seus órgãos sociais;¹⁰⁷ *ii)* a divulgação da experiência e qualificação profissionais dos administradores e gestores da empresa;¹⁰⁸ *iii)* a divulgação da estrutura do grupo societário do beneficiário, se aplicável;¹⁰⁹ *iv)* a divulgação de ofertas públicas, concomitantes ou anteriores à oferta, ou através de plataformas de *crowdfunding*;¹¹⁰ *v)* divulgação de previsões/expetativas de rentabilidade do negócio;¹¹¹ *vi)* a divulgação de transações, concomitantes ou ocorridas no último ano fiscal, em que a empresa beneficiária seja parte do negócio e o montante envolvido exceda 5% do capital angariado nos últimos 12 meses, incluindo o montante que se pretende angariar com a oferta em causa, e em que exista um interesse (direto ou indireto) de pessoas especialmente relacionadas com a empresa beneficiária;¹¹² e *vii)* a divulgação dos estatutos da empresa beneficiária.¹¹³

Em suma, a informação a ser disponibilizada pelos beneficiários de *equity crowdfunding* ao potencial investidor pode ser organizada da seguinte forma:

Exigências comuns a todos os ordenamentos jurídicos	Outras exigências
Identificação dos beneficiários	Estrutura acionista e órgãos sociais
Descrição do negócio/projeto	Identificação e currículos profissionais de administradores e gestores
Descrição da situação financeira (pode ser acompanhada por demonstrações financeiras, que deverão, em alguns casos, ser auditadas)	Estrutura do grupo societário
Direitos/instrumentos financeiros e condições de exercício	Ofertas públicas concomitantes/posteriores via <i>equity crowdfunding</i>
Riscos do negócio/projeto	Previsões de rentabilidade do negócio/projeto
	Transações anteriores/concomitantes envolvendo partes relacionadas
	Estatutos da empresa beneficiária

¹⁰⁶ Nos EUA é ainda exigida uma descrição dos riscos específicos a que se sujeitam os sócios minoritários. Cf. art. 227.201/m/2 da *Regulation Crowdfunding*.

¹⁰⁷ De entre os países analisados, este requerimento não é expressamente referido nos formulários providenciados pelos reguladores português e alemão. Nos EUA, o regulador é especialmente exigente, solicitando a identificação dos sócios titulares de pelo menos 20% do total das ações com direitos de voto.

¹⁰⁸ Novamente, uma exigência em falta nas ordens jurídicas portuguesa e alemã.

¹⁰⁹ Apenas verificado em França. Cf. Anexo 1 da instrução DOC-2014-12 da AMF.

¹¹⁰ Apenas verificado em França. Cf. Anexo 1 da instrução DOC-2014-12 da AMF.

¹¹¹ Verificado, p. ex., em Portugal. Cf. anexo II do Regulamento 1/2016.

¹¹² Verificado apenas nos EUA. Cf. art. 227.201/r da *Regulation Crowdfunding*.

¹¹³ Verificado apenas em Espanha, caso esteja em causa a emissão ou subscrição de valores representativos do capital social, e em Itália, caso estejamos perante um OICR. Cf. art. 78.º, n.º 2 da *Ley 5/2015* e Anexo III, ponto 3, a) do *Regolamento sulla raccolta...* pp.28-29.

3.4. PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES E AUDITORIA

PÓS-INVESTIMENTO

Comum a todas as jurisdições analisadas é o facto de as empresas financiadas através de *equity crowdfunding* estarem sujeitas ao dever de apresentação anual de contas, ao seu depósito e registo. No entanto, apenas nos EUA encontramos uma regulamentação específica sobre a prestação de informações e auditoria pós investimento em sede de *crowdfunding*.

Em Portugal, Espanha e Alemanha consagra-se o dever de apresentação de um relatório de gestão, para além do anexo explicativo que acompanha as demonstrações financeiras – balanço e demonstração de resultados.¹¹⁴ Em Itália, França e Reino Unido, apenas se exige uma nota explicativa das referidas demonstrações financeiras.¹¹⁵ Adicionalmente, em Itália e em Espanha existe a possibilidade de micro e pequenas empresas apresentarem contas abreviadas, com um formato mais simples e menor detalhe de informação. Para tal, as empresas não devem exceder dois de três limites legais relativos ao valor do ativo, ao volume de negócios e ao número de trabalhadores.¹¹⁶

Relativamente à auditoria às contas, mostra-se relevante o facto de esta estar apenas reservada a médias e grandes empresas, sendo excecionada para pequenas e microempresas, típicas beneficiárias do financiamento via *equity crowdfunding*, que durante dois anos não excedam dois dos três limites legais relativos ao valor do ativo, ao volume de negócios e ao número de trabalhadores.¹¹⁷

Em contraste com os ordenamentos jurídicos europeus analisados, que não regulam especificamente a prestação de informações e auditoria das sociedades na fase posterior à concretização do financiamento via *equity crowdfunding*, o regulador dos EUA estabelece regras específicas sobre esta matéria em sede da *Regulation Crowdfunding*.¹¹⁸ Em concreto, a SEC impõe a publicação anual no *website* da sociedade beneficiária, e o depósito junto da SEC, das demonstrações financeiras e de um relatório anual bastante completo e rigoroso sobre a sociedade beneficiária.¹¹⁹

¹¹⁴ Art. 65.º e ss. do CSC, e art. 253.º e ss. da *Ley de Sociedades de Capital*, e CROWE HORWARTH, *Country by country financial reporting and auditing framework – Germany*.

¹¹⁵ Art. 2421.º e ss. do *Codice Civile* (Itália); art. L123-12 e ss. do *Code de Commerce* (França); COMPANIES HOUSE, *Life of a Company – part 1 annual requirements* (Reino Unido).

¹¹⁶ Arts. 257.º, 258.º, 261.º da *Ley de Sociedades de Capital* (Espanha), art. 2435º-bis do *Codice Civile* (Itália). Em França, cf. art. L123-16 do *Code de Commerce*. No Reino Unido, cf. COMPANIES HOUSE, *Life of a Company – part 1 annual requirements*...pp. 16-25.

¹¹⁷ Comparação da informação disponível sobre cada país em CROWE HORWARTH, *Country by country financial reporting and auditing framework*.

¹¹⁸ Art. 227.202 – *Ongoing reporting requirements*.

¹¹⁹ Do qual deve constar: i) identificação completa do beneficiário; ii) identificação dos administradores e gestores (ou de pessoas com estatuto semelhante), e da sua experiência profissional nos últimos três anos; iii) identificação

Uma nota final para as sociedades abertas em Portugal, sujeitas a determinadas obrigações de divulgação de informação, desde logo: *i)* a menção em atos externos da sociedade; *ii)* a comunicação de participações qualificadas; e *iii)* a divulgação de acordos parassociais.¹²⁰ Além disso, as sociedades abertas estão sujeitas a normas especiais em matéria de deliberações sociais,¹²¹ bem como ao regime da OPA obrigatória.¹²²

dos sócios titulares de pelo menos 20% do total das ações com direitos de voto; *iv)* descrição do negócio da sociedade e do seu plano de negócios; *v)* número de trabalhadores; *vi)* descrição dos fatores que conferem um caráter especulativo ou de risco ao investimento na sociedade; *vii)* descrição da estrutura de propriedade e de capital, incluindo informações relativamente aos direitos inerentes aos valores mobiliários subscritos, ao método de avaliação dos mesmos, aos riscos a que os sócios minoritários estão sujeitos, à existência de restrições à transferência de ações em mercado secundário, e à identificação de sócios com participação social igual ou superior a 20% de ações representativas do capital social com direitos de voto; *viii)* descrição das condições de possível endividamento da sociedade; *ix)* descrição de possíveis ofertas públicas via *crowdfunding* ocorridas nos três anos anteriores; *x)* a divulgação de transações, concomitantes ou ocorridas no último ano fiscal, em que a empresa beneficiária seja parte do negócio e o montante envolvido exceda 5% do capital angariado nos últimos 12 meses, incluindo o montante que se pretende angariar com a oferta em curso, e em que exista um interesse direto ou indireto de pessoas especialmente relacionadas com a empresa beneficiária; *xi)* descrição da situação financeira da sociedade, incluindo informações sobre liquidez, fontes de financiamento e resultados operacionais; e *xii)* divulgação de incumprimentos da obrigação de divulgação de informação anual ocorridos em anos anteriores.

¹²⁰ Arts. 14.º, 16.º e 19.º do CVM. Cf. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...* pp. 538-541.

¹²¹ Arts. 22.º e ss. do CVM.

¹²² Arts. 187.º e ss. do CVM.

4. APRECIACÃO CRÍTICA

4.1. SOCIEDADE FINANCIADA – A NECESSIDADE DE UM EQUILÍBRIO NO GOVERNO DESTA REALIDADE HÍBRIDA

O financiamento colaborativo de capital proporciona a reunião, numa única entidade, de características outrora pertencentes a realidades económicas materialmente distintas. De um lado, a realidade das grandes empresas, das sociedades com capital aberto ao investimento, marcadas pela dispersão acionista. De outro, o cenário das micro e pequenas empresas, muitas vezes *startups*, caracterizadas pela necessidade de uma concentração especial da gestão num negócio que exige processos de decisão céleres e flexíveis.

A natureza híbrida destas sociedades, trazendo consigo alguns problemas,¹²³ constitui uma nova realidade que coloca em confronto a proteção dos investidores no mercado de capitais com o direito à iniciativa privada.

De facto, a governação societária encontra-se intimamente relacionada com a eficiência empresarial.¹²⁴ Porém, a existência e contratualização de mecanismos de governo societário implicam custos para a própria empresa que não deverão causar entraves à inovação.¹²⁵ Um ponto particularmente relevante para as pequenas empresas inovadoras, típicas beneficiárias do *equity crowdfunding*, que devem aplicar os seus escassos recursos iniciais no desenvolvimento da atividade social.¹²⁶

Não se deve, no entanto, esquecer o facto de as empresas que recorrem ao *equity crowdfunding* se financiarem junto de um número indeterminado de investidores, geralmente não qualificados. Daqui decorre a necessidade de tutela do investidor no mercado de capitais, no âmbito da transparência, princípio estruturante do Direito dos Valores Mobiliários, teleologicamente orientado pelo esclarecimento dos investidores num contexto de assimetria de informação. Dele decorre a vinculação das entidades emitentes a deveres de informação permanente, desdobrando-se estes em deveres de informação periódica e em deveres de informação contínua.¹²⁷ Ao mesmo tempo, é necessário garantir uma participação eficaz dos

¹²³ Vide *supra* §2.5.

¹²⁴ Veja-se, a este propósito, a comparação que WILLIAMSON faz entre a Teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência. Cf. WILLIAMSON, Oliver E, *Corporate Finance and Corporate Governance*, pp. 567-571.

¹²⁵ O intitulado «*Nanny dilemma*», um desafio que as empresas enfrentam especialmente hoje, na era digital. Cf. VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance in a Networked Age*, pp.4-8.

¹²⁶ ADJASI, Joshua, *Corporate governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications*, pp. 115-119.

¹²⁷ OGANDO, José, *Os deveres de informação permanente no mercado de capitais, 2004. Sobre a importância da disclosure nos mercados de capitais*, cf. NORDBERG, Donald, *Corporate Governance: Principles and Issues*, pp. 196-208.

investidores, geograficamente dispersos, na vida da empresa e uma comunicação permanente entre a empresa e aqueles.

A proteção dos investidores deve, desta feita, coexistir com os objetivos de proteção da iniciativa privada, orientada para a busca de eficiência, e com a capacidade inovativa da empresa.¹²⁸ O equilíbrio entre ambos deverá moldar o governo societário das empresas financiadas via *equity crowdfunding* que, pelas suas especificidades, apelam a um *governance* próprio e flexível, que não se baseie numa mera soma das recomendações relevantes já existentes para sociedades abertas e para micro/pequenas empresas ou *startups*.¹²⁹

Neste contexto, cabe analisar as respostas que os ordenamentos jurídicos apresentam hoje para estas sociedades e sugerir possíveis melhorias às soluções vinculativas existentes, bem como apontar algumas recomendações de governo societário.

4.2. CUSTOS E BENEFÍCIOS DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO

Antes de proceder à análise das soluções em vigor, cabe fazer referência aos impactos que a divulgação, voluntária ou obrigatória, de informação sobre a sociedade financiada poderá ter na sua atividade.

Do ponto de vista da empresa, a divulgação de informação apresenta a potencialidade de redução do custo de capital (p. ex., financiamento junto do mercado bancário a taxas de juro mais baixas), na medida em que essa divulgação transmite confiança ao mercado, ao mesmo tempo que reduz os custos de obtenção e assimetria de informação para os investidores. No entanto, do lado da empresa financiada, a divulgação de informação tem associados custos de desenvolvimento e apresentação da informação, tipicamente ligados à elaboração de contas anuais, previsões de rentabilidade, e documentos análogos. Tarefas de tal modo especializadas que, na generalidade dos casos, implicam a contratação de serviços externos para a sua elaboração.¹³⁰ Com a divulgação de informação sobre a empresa surge ainda o risco de, consoante o grau de detalhe e a qualidade da informação que se torna acessível aos concorrentes da empresa, surgirem desvantagens competitivas para a mesma.¹³¹

Assim, aplicando critérios de proporcionalidade, é necessário «*avaliar se cada exigência informativa corresponde a um benefício claramente identificável, em proteção do*

¹²⁸ É necessário um «*enquadramento regulatório que equilibre a necessidade de formação de capital com a proteção do investidor*» [tradução nossa]. Cf. VISMARA, Silvio, *Equity Retention and Social Network Theory*, p.3.

¹²⁹ Contrariando a ideia «*one-size-fits-all*». A este propósito, cf. ARCOT, Sridhar / BRUNO, Valentina, *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance*, 2007.

¹³⁰ De notar que os documentos que a empresa tenha preparado independentemente da satisfação de exigências de informação ao mercado não representam custos para este efeito.

¹³¹ ELLIOTT Robert, K. / JACOBSON, Peter D., *Costs and Benefits of Business Information Disclosure*, 1994.

mercado ou dos investidores, e em tese superior ao custo que o cumprimento do dever informativo acarreta.».¹³² Esta análise custo-benefício é essencial,¹³³ pois que não fará sentido recorrer ao *equity crowdfunding* se outras alternativas de financiamento mais baratas estiverem disponíveis. Da mesma forma, não fará sentido recorrer ao financiamento colaborativo se isso implicar custos de prestação de informação insuportáveis para a sociedade financiada na fase pós-investimento.

Veja-se o exemplo dos EUA, único país em que existem estimativas dos custos de recurso ao *equity crowdfunding*, na fase pré-investimento. Para ofertas com um valor de \$100.000, os custos variam, em média, entre \$13.560 e \$40.000, e entre \$77.260 e \$250.000, para ofertas de \$1.000.000.¹³⁴ Um custo que muitas empresas não conseguem suportar, dada a necessidade de contratação de serviços profissionais de contabilidade e/ou de auditoria e tendo em conta a ausência de processos internos que permitam o registo rigoroso dos fluxos financeiros da empresa.¹³⁵ Perante estes números, a maior parte da doutrina entende que a regulação de *equity crowdfunding* nos EUA impõe elevados custos de prestação de informação e auditoria aos potenciais beneficiários. Ao mesmo tempo, existem vozes a favor de um reforço das exigências de informação, em prol do fortalecimento da proteção do investidor.¹³⁶ Uma querela que evidencia a dificuldade em definir com precisão o tipo e a quantidade ótima de informação a ser divulgada.

De qualquer forma, a diminuição dos custos suportados pelos beneficiários de *equity crowdfunding* é um objetivo que os legisladores e reguladores nacionais devem prosseguir, sem desconsiderar, naturalmente, a proteção do investidor. Em dados relativos a 2013/2014, o Reino Unido surge como o maior mercado europeu de *equity crowdfunding*, no quadro do crescimento exponencial desta forma de investimento. A regulação 2014 da FCA não travou o crescimento do mercado, verificando-se o mesmo cenário em França.¹³⁷ Já em 2015, o financiamento colaborativo de capital no Reino Unido registou uma taxa de crescimento de 295% relativamente a 2014.¹³⁸ Estes dados apenas confirmam os bons resultados da regulação leve no Reino Unido, não permitindo daí inferir que uma regulação mais exigente, como a dos EUA, é necessariamente negativa. Porém, a *Crowdsurfer*, plataforma de recolha e análise de dados de *crowdfunding* que já colaborou na elaboração de relatórios da Comissão Europeia,

¹³² CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*p.687.

¹³³ WEINSTEIN, Ross S., *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting*, pp. 449-451.

¹³⁴ STEMLER, Abbey, *Equity-Based Crowdfunding: Allowing the masses to take a slice of the pie*, pp.226-228; WILLBRAND, David J. / KAPIL, Medha, *Blurred Lines: Crowdfunding, Venture Capital, and the Capitalization of Startups*, pp. 510-511.

¹³⁵ WILLBRAND, David J. / KAPIL, Medha, *Blurred Lines...*p. 511.

¹³⁶ DORFF, Michael B., *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, pp.12-17.

¹³⁷ Em Itália, contrariamente, as restrições no que toca à qualificação dos beneficiários de *equity crowdfunding* gerou um reduzido valor de financiamento de projetos, bem como um baixo número de plataformas. Cf. CE *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, pp. 42-69.

¹³⁸ NESTA / UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, *Pushing Boundaries – The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, p. 43.

emitir, em maio de 2016, no seu *website*, uma análise comparativa dos mercados de *equity crowdfunding* nos EUA e no Reino Unido, em que afirma que, de uma forma geral, a regulação mais exigente parece ter travado o desenvolvimento deste mercado nos EUA.¹³⁹

4.3. PROPOSTAS DE SOLUÇÕES VINCULATIVAS (*HARD LAW*)

4.3.1. DEVERES DE INFORMAÇÃO PRÉ-INVESTIMENTO

Os custos que as empresas suportam decorrem sobretudo de obrigações de relato da situação financeira, de apresentação de contas auditadas, se existentes, de previsões de rentabilidade e de obrigações de descrição muito detalhada do projeto/negócio. Seria benéfico para o investidor e para as empresas que, por um lado, as obrigações de informação que impliquem tais custos adicionais fossem reduzidas e, por outro, que se aumentassem as exigências de informação que não impliquem custos adicionais à empresa.

Em sede de diminuição dos custos, embora a divulgação das contas societárias se considere essencial,¹⁴⁰ há algumas exigências, como a divulgação de previsões de rentabilidade e a descrição detalhada dos riscos do negócio e do projeto, apontadas como um encargo excessivo para as pequenas empresas, por exigirem a contratação de serviços externos para a obtenção desta documentação. Neste sentido, sugere-se uma diminuição do grau de detalhe deste tipo de informações na fase pré-investimento, uma vez que as próprias plataformas de financiamento estão sujeitas à disponibilização de alertas gerais e específicos do risco de perda do investimento nos seus *websites*.¹⁴¹

Paralelamente, sugere-se um reforço da apresentação de informação relativa à empresa que não implique custos adicionais. Enquadra-se aqui a divulgação dos estatutos da sociedade, de potenciais direitos especiais dos fundadores, da estrutura acionista e dos órgãos sociais, identificação e apresentação de currículos da gestão e administração e, ainda, a menção a transações anteriores envolvendo partes relacionadas, e a existência de acordos parassociais. São informações que as empresas possuem independentemente do recurso ao *equity crowdfunding* e que deveriam ser divulgadas junto dos potenciais investidores. Na

¹³⁹ CROWDSURFER, *Equity crowdfunding: comparing the US and UK markets*, data de consulta a: 11-08-2016.

¹⁴⁰ Nos EUA há quem defenda a abolição da apresentação de contas auditadas. Cf. HOGAN, Joseph, *Like Oil and Water: Equity Crowdfunding and Securities Regulation*, p. 1114.

¹⁴¹ Em certa medida, trata-se de um aspeto conseguido no Regulamento 1/2016, em que é solicitada «uma breve descrição fundamentada das expectativas de rentabilidade dos montantes investidos», art. 16.º, n.º 2, *al. d*).

legislação portuguesa, nomeadamente no art. 16.º do Regulamento 1/2016, deveriam ser elencados todos estes deveres de informação.¹⁴²

A diminuição de custos para o beneficiário sem prejudicar o nível de proteção do investidor pode ainda ser conseguida com um reforço do papel das plataformas, não só nas suas funções de *due diligence* dos projetos que lhes são submetidos, mas também através de um maior empenho na expansão de materiais/informações que ajudem os investidores não qualificados a compreender o que é o *equity crowdfunding* e os seus riscos.¹⁴³ Existem também boas sugestões no sentido de responsabilizar as plataformas pela disponibilização anual de informação das empresas que beneficiaram de financiamento via *equity crowdfunding*, consagrando tal obrigação nos Termos e Condições das plataformas de financiamento.¹⁴⁴

4.3.2. DEVERES DE INFORMAÇÃO OCASIONAL

São aplicáveis aos investidores em sociedades anónimas que recorrem ao financiamento colaborativo de capital, por se tratarem de sociedades abertas, os deveres ocasionais de comunicação de participações qualificadas e de acordos parassociais e o dever de lançamento de OPA obrigatória.¹⁴⁵

A teleologia da obrigação de comunicação de participações qualificadas e acordos parassociais é extensível às sociedades por quotas que recorrem ao *equity crowdfunding*, por também nestas ser necessário manter níveis de transparência e de integridade que possibilitem aos investidores uma clara perceção do controlo da sociedade. Nesta medida, e dada a inaplicabilidade do CVM às sociedades por quotas, uma possível melhoria *de iure condendo* seria a consagração de uma obrigação de comunicação de participações qualificadas e de acordos parassociais à sociedade (por quotas) participada, através do seu *website* e/ou de notificação a todos os sócios, no quadro legislativo do financiamento colaborativo português.

4.3.3. DEVERES DE INFORMAÇÃO PERIÓDICA

À primeira vista, a opção do legislador dos EUA de consagrar as obrigações de informação anual das entidades que recorreram ao *crowdfunding* no diploma que rege o

¹⁴² O art.16.º apenas exige a identificação do beneficiário. No caso das sociedades abertas, existe ainda o dever de comunicação de acordos parassociais à CMVM, em determinadas circunstâncias, nos termos do art. 19.º do CVM. No entanto, não se deve ignorar a inaplicabilidade do CVM às sociedades por quotas.

¹⁴³ HOGAN, Joseph, *Like Oil and Water...* pp.1114-1116.

¹⁴⁴ ALTFI DATA, *Where are they now? A report into the status of companies that have raised finance using Equity Crowdfunding in the UK*, pp. 27-28.

¹⁴⁵ Arts. 16.º, n.º1, 19.º e 187.º e ss. do CVM.

financiamento colaborativo, confere a ideia de uma maior divulgação de informação relativa às sociedades financiadas *vis-à-vis* a realidade existente noutras jurisdições, como é o caso de Portugal. No entanto, no ordenamento jurídico nacional, as mesmas exigências de informação já resultam aplicáveis na legislação geral societária, nomeadamente nos arts. 65.º a 70.º do CSC, que estabelecem a obrigatoriedade de apresentação anual das contas e do balanço de cada exercício social, bem como do relatório de gestão,¹⁴⁶ do relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário,¹⁴⁷ a certificação legal das contas e o parecer do órgão de fiscalização, se existente. Não obstante a qualidade da informação proporcionada por estes instrumentos de apreciação anual das sociedades, tendo em conta as especificidades do *equity crowdfunding*, mostra-se necessário tecer algumas considerações adicionais.

Em primeiro lugar, e na lógica de diminuição de custos, tal como se verifica noutras jurisdições,¹⁴⁸ a ordem jurídica portuguesa poderia consagrar também a possibilidade de micro e pequenas empresas apresentarem contras abreviadas.

Em contrapartida, relativamente ao relatório de gestão anual, é relevante referir que as microentidades, nos termos da lei portuguesa,¹⁴⁹ ficam dispensadas da obrigação de elaborar e apresentar relatório de gestão.¹⁵⁰ Ora, é fácil antecipar que muitas entidades beneficiárias de *equity crowdfunding* se subsumirão a esta previsão legal. Porém, a possibilidade de não apresentar relatório de gestão anual não se coaduna com as exigências de transparência que decorrem da necessidade de proteção do investidor.

Em terceiro lugar, para além do dever de depósito das contas anuais no registo comercial, as sociedades devem «*disponibilizar aos interessados, sem encargos, no respetivo sítio da internet, quando exista, e na sua sede cópia integral*» do relatório de gestão, do relatório de governo societário, da certificação legal das contas e do parecer do órgão de fiscalização.¹⁵¹ Consagra-se, pois, a possibilidade de, não havendo um *website* da sociedade, não existir qualquer divulgação dos documentos relativos à situação anual na sociedade sem que seja necessário uma deslocação à sede ou a uma conservatória do registo comercial. Este

¹⁴⁶ O relatório de gestão deverá conter uma exposição global sobre os negócios e o desempenho da sociedade, não se tratando de uma análise exclusivamente financeira, devendo incluir em especial: *i)* a evolução da gestão nos diferentes setores de atividade da sociedade; *ii)* os fatos relevantes ocorridos após o termo do exercício; *iii)* a evolução previsível da sociedade; *iv)* informação sobre ações ou quotas próprias adquiridas ou alienadas durante o período, e o motivo desses atos; *v)* as autorizações concedidas a negócios entre a sociedade e os seus administradores; *vi)* uma proposta de aplicação de resultados; *vii)* a existência de sucursais da sociedade; *viii)* os objetivos e as políticas da sociedade em matéria de gestão de riscos financeiros (art.66.º do CSC).

¹⁴⁷ Onde se apresenta a estrutura acionista da sociedade e a composição dos seus órgãos sociais (art. 70.º, n.º2, *b*) do CSC).

¹⁴⁸ *Vide supra* §3.4.

¹⁴⁹ Sociedades que, não ultrapassem dois de três limites: *a)* Total do balanço: €350 000; *b)* Volume de negócios líquido: €700 000; *c)* Número médio de empregados durante o período: 10. Cf. art. 9.º, n.º1 do Decreto-Lei 158/2009 de 13 de julho.

¹⁵⁰ Art. 65.º, n.º6 do CSC.

¹⁵¹ Art. 70.º do CSC.

constrangimento não se coaduna com a dinâmica virtual em que se move o *equity crowdfunding*, na qual, para além de ser possível que a sociedade financiada não tenha de facto um *website* oficial, os investidores estão geralmente dispersos geograficamente, não tendo incentivos suficientes para suportar os custos de uma deslocação à sede ou à conservatória de matrícula da sociedade.

Acresce que, no caso das sociedades por quotas, além da possibilidade de obviar à publicação de contas no *website*, a auditoria às contas não é obrigatória para toda e qualquer sociedade. Estão apenas sujeitas à certificação legal de contas as sociedades que, durante dois anos consecutivos, ultrapassem dois de três limites: *i)* Total do balanço: €1500.000; *ii)* Total das vendas líquidas e outros proveitos: €3000.000; *iii)* Número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50.¹⁵² Esta exceção não se coaduna com os riscos e características do *equity crowdfunding*, na medida em que agrava, ou pelo menos não afasta, o risco de uma possível *maquilhagem* de contas.

Com base no exposto, sugerem-se as seguintes alterações de *iure condendo* ao regime jurídico do financiamento colaborativo: *i)* possibilidade de determinadas empresas, que não ultrapassem determinados limites relacionados com os totais do balanço, das vendas líquidas e do número de trabalhadores, apresentarem contas abreviadas; *ii)* consagração do dever de elaboração anual de relatório de gestão por microentidades que beneficiem de investimentos com recurso ao financiamento colaborativo; *iii)* consagração da obrigação de identificação e comunicação de um *website* para que possa recorrer ao financiamento colaborativo de capital; e *iv)* consagração do dever de nomeação de revisor oficial de contas por todas as sociedades que recorrem ao financiamento colaborativo.

4.3.4. DEVERES DE INFORMAÇÃO CONTÍNUA

Com o objetivo de manter o mercado permanentemente atualizado sobre factos relevantes que entretanto ocorram na vida da sociedade, o Regulamento 1/2016 estabelece, sem paralelo noutras ordens jurídicas que «*relativamente a cada financiamento colaborativo de capital que não corresponda à aquisição de participação no capital social do beneficiário ou por empréstimo não reembolsado, as entidades gestoras disponibilizam nas respetivas plataformas de financiamento colaborativo informação, conforme aplicável, sobre: a) O montante do investimento já utilizado em relação a cada entidade, atividade ou produto financiado; b) O estado de desenvolvimento da atividade ou produto financiado; c) O estado da execução do respetivo plano de atividades; d) Qualquer alteração material relacionada com a entidade, atividade ou produto financiado, nomeadamente, que possa ter impacto na restituição*

¹⁵² Art. 262.º/2 do CSC.

ou rentabilidade estimada dos montantes investidos.».¹⁵³ Não se compreende, no entanto, a exclusão da aplicação dos deveres de informação contínua das plataformas de financiamento previstos nas *als. b), c) e d)*, última parte, relativamente ao financiamento colaborativo de capital que consista na aquisição de participações sociais, na medida em que a teleologia de transparência e de esclarecimento do investidor que lhes subjaz é também aplicável a esta vertente de financiamento colaborativo de capital.

4.4. RECOMENDAÇÕES (SOFT LAW)

As *startups* e pequenas empresas exigem a adoção de uma estrutura orgânica simples, muito focada no negócio, e com um célere procedimento decisório. Ao mesmo tempo, a sociedade financiada tem de lidar com a nova massa de investidores no seu capital, geralmente não qualificados, com objetivos de obtenção de retorno que poderão não estar alinhados com os interesses dos fundadores, e com necessidade de uma atualização informativa permanente sobre a situação global da sociedade.

Também aqui é necessário um equilíbrio que pode ser proporcionado por uma adequada *engenharia estatutária*, à disposição das empresas interessadas, bem como pela utilização voluntária de outros mecanismos permitidos pela legislação societária.¹⁵⁴

4.4.1. MECANISMOS ESTATUTÁRIOS E ACORDOS PARASSOCIAIS

A. RESERVAS ESTATUTÁRIAS VOLUNTÁRIAS

A consagração de reservas estatutárias num momento anterior ao *equity crowdfunding* permite assegurar que parte dos resultados do exercício sejam afetados a fins específicos relacionados com a atividade da sociedade (p. ex., fins de compra de equipamentos).¹⁵⁵ Assim é possível alocar parte do lucro do exercício no negócio que, a existir e de outra forma, seria distribuído aos sócios.

¹⁵³ Art. 13.º, n.º2 do Regulamento 1/2016.

¹⁵⁴ Ressalvado o facto de, dependendo da realidade de cada empresa e/ou do mercado, alguns desses mecanismos poderem ter reflexos na estrutura de custos da sociedade financiada, as vantagens associadas a tais opções justificam a sua ponderação.

¹⁵⁵ Em Portugal, embora raras, são permitidas. Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* pp. 259.

B. PARTICIPAÇÕES SOCIAIS E DIREITOS DE VOTO

Para além da criação de categorias especiais de ações sem direito de voto, existe também o mecanismo do voto plural, i.e., da correspondência de dois ou mais votos a uma só ação, que poderia ser útil aos sócios fundadores. Contudo, no direito português constituído, o voto plural é proibido nas sociedades anónimas, sendo apenas é permitido o voto duplo nas sociedades por quotas.¹⁵⁶

Embora em teoria a criação de categorias de ações sem direito de voto,¹⁵⁷¹⁵⁸ se apresente como um mecanismo eficaz de combate à dispersão acionista potenciada pelo *equity crowdfunding*, a verdade é que, salvo casos de excelente reputação das plataformas de investimento ou da empresa em questão, poucos investidores estarão dispostos a abdicar dos seus direitos de voto sem a contrapartida do direito ao dividendo preferencial com base nos lucros do exercício, se existentes. Neste sentido, e perante a necessidade de liquidez das pequenas empresas ou *startups* para o desenvolvimento da sua atividade, a opção mais realista será a proposta de subscrição de ações ordinárias pelos investidores. No entanto, para salvaguardar a liquidez disponível para a atividade societária, ao lado das reservas estatutárias, os estatutos poderão disciplinar os direitos de voto, prevendo a atribuição de direitos especiais de voto aos sócios fundadores (voto duplo),¹⁵⁹ caso se trate de sociedades por quotas, ou, quando estejam em causa sociedades anónimas, fazendo corresponder um só voto a um determinado número de ações,¹⁶⁰ cujo efeito prático resultará na necessidade de agrupamento dos pequenos investidores para o exercício do direito de voto.¹⁶¹

Relativamente à preferência na subscrição de novas ações ou quotas, mostra-se relevante o facto de ser muito difícil, no atual ordenamento jurídico português, suprimir tal preferência, estando tal supressão sujeita à existência de um interesse social que a justifique.¹⁶² Desta feita, o aumento da dispersão acionista é dificultado pelo legislador português, um fator positivo para o governo da sociedade financiada.

Com inspiração no requisito do regulamento italiano,¹⁶³ é ainda possível tutelar a posição dos investidores ao inserir, nos estatutos da sociedade, direitos de opção de compra

¹⁵⁶ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* pp. 345-347. Em algumas ordens jurídicas, através do voto duplo, é possível recorrer ao time-phased voting, em que os sócios mais antigos têm direito a um maior número de votos que os sócios mais recentes. Cf. BARRY, Jordan M. / DALLAS, Lynne L., *Long-term Shareholders and Time-phased Voting*, 2015.

¹⁵⁷ GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., *Corporate Defense Law for Dispersed Ownership*, pp. 23-25

¹⁵⁸ *Vide supra* §2.3.

¹⁵⁹ Art. 250.º, n.º2 do CSC. Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* pp. 345-347.

¹⁶⁰ Art. 384.º, n.º2, b) do CSC, requerendo os estatutos que «o acionista seja titular de um número mínimo de ações que justifique a sua participação ativa na vida societária», cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* p. 342.

¹⁶¹ Art. 379.º, n.º5 do CSC.

¹⁶² Arts. 460.º e 266.º, n.º4 do CSC.

¹⁶³ *Vide supra* §3.2.3.

ou de opção de venda, bem como cláusulas de *drag along* ou de *tag along*.¹⁶⁴ Em alternativa, este tipo de cláusulas poderá ser inserido em sede de acordo parassocial, sendo que, nesta hipótese, fará sentido atribuir ao investidor o direito de subscrever os acordos parassociais, que lhe são previamente comunicados, que considerar oportunos.¹⁶⁵

Finalmente, relativamente à gestão da sociedade, pondera-se também a possibilidade de os fundadores e investidores envolvidos na administração societária assinarem um acordo parassocial relativamente ao sentido do direito de voto nos temas de gestão estratégica da sociedade.¹⁶⁶

C. ÓRGÃOS SOCIAIS

Em regra, nas pequenas empresas/*startups*, a transferência de controlo para alguém que não os fundadores tem uma influência negativa na produtividade da empresa.¹⁶⁷ No domínio do *equity crowdfunding*, o controlo pelos fundadores ganha especial relevo, na medida em que quanto mais alta a percentagem de capital social detido pelos fundadores, maior o sinal de confiança transmitido ao mercado (quer a potenciais, quer a atuais investidores, na medida em que a empresa se pode financiar múltiplas vezes com recurso ao *equity crowdfunding*) e maior o alinhamento de incentivos entre fundadores e restantes sócios.¹⁶⁸ De facto, o controlo pelos fundadores (detendo, p. ex., 51% do capital social) faz com que os mesmos continuem interessados no ótimo desempenho da empresa a longo-prazo, um interesse partilhado pelo sócio-investidor que, pela ausência generalizada de mercado secundário, não poderá lucrar com uma perspetiva de detenção da ação no curto-prazo.

Por outro lado, o bom governo societário passa pelo foco da administração, que, de um modo geral, nestas sociedades se confunde com a gestão e é assumida pelos fundadores. A administração de uma sociedade é responsável pela duas grandes funções: direção e controlo.¹⁶⁹ O foco da administração no controlo aumenta com a crescente dispersão acionista,

¹⁶⁴ Sobre o tema, cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito...* pp. 171-177.

¹⁶⁵ Em Espanha, existe quem sugira a consagração estatutária da obrigatoriedade de os investidores subscreverem os acordos parassociais existentes no momento da subscrição. Cf. PILAR MUÑOZ, María del, *Equity Crowdfunding - Problemática societaria*, pp. 5-7.

¹⁶⁶ PILAR MUÑOZ, María del, *Equity Crowdfunding...* pp. 5-7. No ordenamento jurídico português, à luz do art. 17.º, n.º 2, *in fine* do CSC, é admissível a celebração de acordos parassociais entre fundadores (que, numa fase inicial, além de sócios, geralmente assumem o papel de administradores da sociedade) e investidores, desde que seja salvaguardado o interesse social e a liberdade de atuação da administração. Cf. MORAIS, Helena Catarina Silva, *Acordos Parassociais - Restrições em matéria de administração das sociedades*, pp. 90-99.

¹⁶⁷ YACUZZI, Enrique, *A primer on governance and performance in small and medium-sized enterprises*, pp. 21-22. Cf. COWLING, Marc, *Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms*, 2003.

¹⁶⁸ AHLERS, Gerit K.C. / CUMMING, Douglas / GÜNTER, Christina / SCHWEIZER, Denis, *Signaling in Equity Crowdfunding...* p. 968.

¹⁶⁹ Aglomerando a doutrina relevante, cf. DESENDER, Kurt A., *The relationship between the ownership structure and board effectiveness*, pp. 5-8. O controlo funda-se de modo especial na teoria da agência, numa perspetiva do governo societário como um contrato entre os sócios e os administradores que pretende evitar reflexos do oportunismo que pode surgir do desalinhamento de interesses existente entre a gestão e a propriedade da empresa. Por sua vez, a função de direção funda-se na teoria da dependência dos recursos, em que existe uma visão estratégica do

na medida em que pequenos sócios não têm incentivos para monitorizar individualmente a gestão da empresa. Em contraste, a presença de sócios de maior dimensão na empresa permite que a administração se foque mais na sua função estratégica de direção da empresa.¹⁷⁰ Ora, as empresas que recorrem ao *equity crowdfunding* lidam necessariamente com uma grande dispersão acionista. No entanto, como já referido, o foco dos fundadores/administração na direção estratégica da empresa, i.e., no desenvolvimento da atividade principal da mesma, é essencial para a sua sobrevivência no mercado. Desta feita, a presença de um investidor qualificado, com maior capacidade financeira e com permissão legal para adquirir uma maior fatia do capital social, pode ser muito benéfica para a empresa que se financia via *equity crowdfunding*, na medida em que esse investidor poderá assumir funções de monitorização.

Adicionalmente, as empresas financiadas via *equity crowdfunding* são, em geral, fundadas por um pequeno grupo de pessoas. O diminuto número de indivíduos e o imperativo da existência de processos decisórios céleres faz com que a composição numérica do órgão de gestão seja inevitavelmente reduzida. A exigência de celeridade e o foco estratégico, aliás, fazem com que muitas vezes nestas empresas seja necessário adotar uma liderança única, reunindo num só indivíduo as funções de CEO e de *chairman*.¹⁷¹

Finalmente, mostra-se relevante referir que, considerando os modelos de governo societário existentes,¹⁷² não existem obstáculos legais à observação destas recomendações. Em todas as ordens jurídicas, é possível a existência de um administrador único, sendo que apenas em Portugal, no caso das sociedades anónimas, é imperativa a existência de um órgão de fiscalização (pelo menos um fiscal único).¹⁷³

4.4.2. COMUNICAÇÃO PERMANENTE

A construção de um sentimento de confiança nos sócios relativamente à empresa é fundamental no governo societário da mesma, na medida em que contribui para uma flexibilidade no cumprimento das normas de relacionamento entre administração e titulares do capital social, diminuindo assim custos de transação. P. ex., e como já referido, os sócios

governo societário e a administração é o elo de ligação entre a empresa e os recursos de que esta necessita para atingir os seus objetivos. Sobre este assunto, cf. ZAHRA, Shaker A. / Pearce, John A., *Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative model*, 1989; HILLMAN, Amy J. / DALZIEL, Thomas, *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives*, 2003. Sobre as diferentes teorias de corporate governance, cf. TRICKER, Bob, *Corporate Governance*...pp. 59-77.

¹⁷⁰ DESENDER, Kurt A., *The relationship*...pp. 7-8.

¹⁷¹ DESENDER, Kurt A., *The relationship*...pp. 12-15, TALAULICAR, Till / GRUNDEI, Jens, *Company Law and Corporate Governance of Startups in Germany: Legal Stipulations, Managerial Requirements, and Modification Strategies*, pp. 5-11.

¹⁷² Vide *supra* §3.2. e Anexo.

¹⁷³ Arts. 278.º e 413.º do CSC.

tenderão a não exercer o seu direito à informação se lhes for comunicado prévia e voluntariamente uma determinada opção de gestão. Esta confiança constrói-se criando espaços que dão voz aos investidores, havendo lugar à discussão e ao debate, indo além das assembleias gerais e prestações de informações legalmente exigidas.¹⁷⁴

Manter-se *offline* depois de recorrer ao *equity crowdfunding* não é uma opção para a empresa financiada. Os investidores/sócios exigem informação atual e de acesso permanente,¹⁷⁵ bem como espaços de discussão *online*. A satisfação destas exigências, frutos da nova era digital, é muito importante para a empresa, na medida em que a perceção dos sócios atuais influencia não só a reputação da própria empresa junto dos seus clientes, como também junto de futuros potenciais investidores.¹⁷⁶

Neste contexto, as plataformas *online* servem de ponto de comunicação entre a empresa, sócios e potenciais investidores. Há que aproveitar este facto e utilizar as plataformas para um acompanhamento pós-investimento das empresas financiadas com recurso ao *equity crowdfunding*. Aqui, sócios e potenciais investidores poderiam interagir em fóruns próprios, comentando as potencialidades e pontos fracos da empresa.¹⁷⁷ Ou até, mediante a criação de um sistema de avaliação – p. ex., um sistema de estrelas como o da *Amazon* -, em que através do *feedback* dos utilizadores, que atribuem uma avaliação ao investimento realizado ou à empresa, se constrói a reputação da empresa, para informação dos novos utilizadores.¹⁷⁸

Para além da plataforma, também o *website* corporativo deverá ser um local de acompanhamento permanente da *performance* da empresa, para além de disponibilizar o relatório de gestão, as contas anuais obrigatórias, as convocatórias e os documentos e informações preparatórios das assembleias gerais.¹⁷⁹ Também aí poderão existir fóruns, ou mesmo teleconferências, apenas acessíveis aos sócios, onde administradores/gestores podem comunicar com os sócios e estes últimos entre si.¹⁸⁰

¹⁷⁴ WHINCOP, Michael J., *Entrepreneurial Governance*, pp. 5-6

¹⁷⁵ A chamada “informação direta espontânea”, i.e. «aquela que é transmitida ou posta à disposição para consulta dos acionistas oficiosamente, sem que estes tenham que tomar qualquer iniciativa para a informação estar patente», cf. BRANCO, Sofia Ribeiro, *Direito dos Acionistas à Informação*, p. 275.

¹⁷⁶ A este propósito ainda, cf. MORITZ, Alexandra / BLOCK, Joern H. / LUTZ, Eva, *Investor Communication in Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study*, 2015.

¹⁷⁷ Na Alemanha existe a figura do “fórum de acionistas”, que consiste numa plataforma online independente, em que cada acionista pode dirigir aos restantes sócios pedidos ou convites relacionados, p. ex., com o exercício conjunto do direito de voto. Cf. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Os Meios Telemáticos no Funcionamento dos Órgãos Sociais. Uma primeira aproximação ao regime do Código das Sociedades Comerciais*, p. 106.

¹⁷⁸ SCHWARTZ, Andrew, *The Digital Shareholder*...pp. 670-679

¹⁷⁹ Art. 377.º/2 do CSC, no que se refere à publicação da convocatória da assembleia geral de sociedade anónima. Nas sociedades por quotas, os sócios deverão receber essa informação por carta registada (art. 248.º, n.º3 do CSC). No que toca à preparação da assembleia, a informação será disponibilizada no *website* ou enviada por e-mail, nos termos do art. 289.º do CSC, aplicável às sociedades por quotas por remissão do art. 248.º/1 do CSC.

¹⁸⁰ SCHWARTZ, Andrew, *The Digital Shareholder*...pp. 679-685.

A utilização da *internet* para uma “monitorização digital” da empresa permite ao investidor beneficiar da redução de assimetria de informação, bem como dos custos de agência. Se antes um sócio tinha alguns custos de deslocação para visitar a sede da sua empresa, hoje, os mesmos resultados estão à distância de um clique, com aproximadamente zero custo para o interessado.

4.4.3. PARTICIPAÇÃO DOS SÓCIOS NA VIDA DA SOCIEDADE

Uma nota final para a existência de contributos vanguardistas que refletem sobre as potencialidades do desenvolvimento de aplicações *mobile* de *equity crowdfunding*, através das quais o acionista poderia não só monitorizar como também votar nas deliberações da sua empresa e comprar e/ou vender ações em mercado secundário. Tudo isto através da simples utilização do seu *smartphone*.¹⁸¹

Ainda há caminho a percorrer para que a existência deste tipo de aplicações seja permitida. Não obstante, o ordenamento jurídico português, com a reforma de 2006 do Código das Sociedades Comerciais,¹⁸² acolheu a possibilidade de recurso às novas tecnologias pelas sociedades, permitindo que os sócios de sociedades como as que recorrem ao financiamento colaborativo de capital, geograficamente dispersos, possam participar ativamente nas assembleias gerais.

Para além da já mencionada possibilidade de publicar no *website* da empresa e de enviar por correio eletrónico aos sócios a convocatória e a informação preparatória das assembleias gerais,¹⁸³ a ordem jurídica portuguesa faculta ainda que um sócio se possa fazer representar em assembleias gerais através do envio de um e-mail com assinatura eletrónica, dirigido ao presidente da mesa.¹⁸⁴ Adicionalmente, o CSC permite a realização de assembleias virtuais, em que não há qualquer reunião física dos sócios, estando todos presentes via determinado meio telemático, e de assembleias *online*, em que a reunião é presencial mas alguns sócios tomam parte na assembleia com recurso a meios telemáticos.¹⁸⁵ Finalmente, o

¹⁸¹ VERRET, J. W., *Uber-ized Corporate Law: Toward a 21st Century Corporate Governance for Crowdfunding and App-Based Investor Communications*, 2016.

¹⁸² Introduzida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março.

¹⁸³ *Vide supra*, §4.3.3

¹⁸⁴ Arts. 4.º-A, 380.º (sociedades anónimas) e 249.º (sociedades por quotas) do CSC. Cf. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Os Meios Telemáticos*...pp. 105-106.

¹⁸⁵ Art. 377.º, n.º6 (sociedades anónimas) e remissão do art. 248.º, n.º1 (sociedades por quotas) do CSC. Cf. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Os Meios Telemáticos*...pp. 107-115.

voto eletrónico em tempo real, nas assembleias virtuais, é também admitido, ficando, desse modo, a participação dos sócios nas assembleias gerais plenamente assegurada.¹⁸⁶

Neste sentido, os estatutos da sociedade financiada via *equity crowdfunding* podem prever as possibilidades de: *i)* representação do sócio em assembleias gerais através de envio de e-mail dirigido ao presidente da mesa; *ii)* realização de assembleias virtuais ou *online* em determinadas condições (p. ex., se um determinado número de sócios manifestar essa vontade através de comunicação prévia); *iii)* utilização de voto eletrónico virtual quando a assembleia geral for realizada virtualmente ou em determinadas condições (p. ex., caso um determinado número de sócios manifeste essa vontade através de comunicação prévia).

¹⁸⁶ Cf. art. 377.º, n.º6, b) (sociedades anónimas) e remissão do art. 248.º, n.º1 (sociedades por quotas) do CSC. Cf. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Os Meios Telemáticos...* pp. 115-118.

5. CONCLUSÕES

No contexto das alternativas de financiamento junto do mercado de capitais, o financiamento colaborativo de capital ou *equity crowdfunding* surge como um dos modelos de financiamento mais desafiantes no que se refere ao governo da sociedade financiada. De facto, estas sociedades são geralmente pequenas empresas ou *startups* que veem o seu capital social disperso por vários sócios-investidores.

No âmbito da realidade híbrida da sociedade financiada com recurso ao financiamento colaborativo de capital surgem desafios a dois níveis. Por um lado, o desafio de balançar o imperativo de proteção dos investidores, que devem ser devidamente informados sobre os riscos e sobre o desempenho da empresa, com a necessidade de não sobrecarregar as sociedades financiadas com custos associados ao cumprimento de exigências de prestação de informação. Por outro lado, o desafio de encontrar um ponto de equilíbrio entre a dinâmica da dispersão acionista e as exigências de controlo pelos fundadores, de celeridade dos processos decisórios e de financiamento, características das pequenas empresas e *startups*.

Depois de uma análise do fenómeno do *equity crowdfunding*, dos seus riscos e benefícios e do tratamento que lhe é dado em várias ordens jurídicas, desenharam-se sugestões de alterações ao direito constituído português que regula o financiamento colaborativo de capital e recomendações não vinculativas de governo societário para as sociedades financiadas. Com as recomendações não vinculativas apresentadas pretende-se fomentar a utilização dos mecanismos legais disponíveis que permitem não só a adoção de uma orgânica societária simples, como também a consagração de mecanismos estatutários que, ao lado de uma conduta voluntária de comunicação e de divulgação de informação permanente para com os investidores, possam contribuir para a envolvência do sócio-investidor na vida da sociedade e, conseqüentemente, para a manutenção ou reforço da confiança dos atuais e potenciais investidores, essencial para a sobrevivência da empresa. Por sua vez, as alterações *de iure condendo* têm subjacente a premissa da necessidade de equilibrar os custos de informação e a proteção dos investidores potenciais e dos sócios-investidores. Neste sentido, tendo por base uma análise de direito comparado, sugere-se, por um lado, a consagração da possibilidade de algumas entidades apresentarem contas abreviadas, como já sucede em algumas legislações europeias e, por outro, um reforço da obrigação de apresentação de informações que não envolvem qualquer custo adicional para a empresa. Adicionalmente, identificam-se circunstâncias em que se permite às microentidades e às sociedades por quotas a não apresentação de determinadas informações aos sócios. Trata-se de lacunas legais inadmissíveis, não queridas pelo legislador, que facilitam a ocultação e, no

limite, a manipulação de informação e consequente desproteção dos potenciais investidores e sócios. É neste contexto que são sugeridas alterações ao direito constituído em Portugal que versa sobre o financiamento colaborativo de capital. Essas sugestões vão desde a extensão de obrigações de divulgação de informação características de sociedades abertas a sociedades por quotas que recorrem ao *equity crowdfunding*, à consagração de exceções de apresentação do relatório de gestão por microentidades, à obrigatoriedade de nomeação de revisor oficial de contas e à existência de *website* corporativo por parte da empresa que recorre ao *equity crowdfunding*.

O legislador português, e, alguns aspetos na vanguarda dos mecanismos societários facilitadores do desenvolvimento da atividade das empresas no âmbito das novas tecnologias, fica a meio caminho na proteção dos investidores, tendo desconsiderado a inserção sistemática do novo regime jurídico do financiamento colaborativo de capital no âmbito do direito societário português, abrindo portas à prestação de informação insuficiente, suscetível de prejudicar o governo societário e, em última análise, o desempenho da sociedade financiada.

6. BIBLIOGRAFIA

- ADJASI, Joshua, *Corporate governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications*, Corporate Governance: The international journal of business in society, vol. 7, n.º 2, 2007, pp. 111-122.
- AHLERS, Gerit K.C / CUMMING, Douglas / GÜNTER, Christina / SCHWEIZER, Denis, *Signaling in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2015, 950-980.
- AKERLOF, George, *The Market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, n.º 3, agosto 1979, pp. 488-500, pp. 488-500.
- ANTUNES, João Morais, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Coimbra, Almedina, 2007.
- ARCOT, Sridhar / BRUNO, Valentina, *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance*, Journal of Empirical Legal Studies, vol. 4, dezembro 2007, pp. 1041-1057.
- ASCENSÃO, José de Oliveira, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 13ª edição refundida, Almedina, 2005.
- BARRY, Jordan M. / DALLAS, Lynne L., *Long-term Shareholders and Time-phased Voting*, Delaware Journal of Corporate Law, vol. 40, 2015.
- BRANCO, Sofia Ribeiro, *Direito dos Acionistas à Informação*, Almedina, 2008.
- BRUTON, Gary et al, *New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations*, Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 39, 2015.
- BUTTURINI, Paolo, *Financial Crowdfunding Regulation in EU countries*, Crowdfunding for SMEs: A european perspective, Palgrave Macmillan UK, 2016, pp 185-210.
- CÂMARA, Paulo et al, *A Governação de Sociedades em Portugal*, A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos, Coleção Governance Lab, Almedina, 2013.
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed. Coimbra, Almedina, 2011.
- CÂMARA, Paulo, *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance: uma visão transversal sobre o tema*, O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance, Coleção Governance Lab, Almedina, 2011.

- COLLINS, Liam / PLERRAKIS, Yannis, *The Venture Crowd – Crowdfunding Equity Investment into business*, Nesta, 2012.
- CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª edição, Almedina, 2014.
- CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, Almedina, 5ª ed., 2014.
- CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil Português*, Parte Geral I, Tomo I, 3ª ed., Almedina, 2009.
- COUTO, Ana Sá / COLAÇO, Frederico Romano, *O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n.º 39, 2015, pp. 130-135.
- CUMMING, Douglas J. / LEBOEUF, Gael / SCHWIENBACHER, Armin, *Crowdfunding Models: Keep-it-all vs. All-or-nothing*, 2015, disponível em:
<http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/CrowdfundingModels-KeppItAll-AllorNothing.pdf>
- COWLING, Marc, *Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms*, Small Business Economics, vol. 20, 2003, pp. 335-344.
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed. Almedina, 2012.
- DEFFAINS-CRAPSKY, Catherine / SUDOLSKA, Agata, *Radical Innocation and early stage financing gaps: Equity-based crowdfunding challenges*, Journal of Positive Management, vol. 5, n.º 2, 2014, pp. 3-19.
- DEHNER, Joseph J. / KONG, Jin, *Equity-Based Crowdfunding Outside the USA*, University of Cincinnati Law Review, vol. 83, 2014-2015, pp. 413-444.
- DESENDER, Kurt A., *The relationship between the ownership structure and board effectiveness*, 2009, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440750
- DIAS, Gabriela Figueiredo, Anot. ao artigo 279.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. V, Coimbra, Almedina, 2012.
- DIBAJI, Reza, *Crowdfunding Delusions*, Hastings Business Law Journal, vol. 12, n.º1, 2015, 15-49.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Os Meios Telemáticos no Funcionamento dos Órgãos Sociais. Uma primeira aproximação ao regime do Código das Sociedades Comerciais, Reformas do Código das Sociedades*, IDET, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 89-118.

- DORFF, Michael B., *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, 2013, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2325634
- ELLIOTT Robert, K. / JACOBSON, Peter D., *Costs and Benefits of Business Information Disclosure*, Accounting Horizons, American Accounting Association, vol. 8, n.º 4, 1994, pp.80-96.
- ENNICO, Cliff, *Crowdfunding Handbook*, Amacom, 2016.
- GABISON, Garry A., *Equity Crowdfunding: All Regulated but not equal*, DePaul Business&Commercial Law Journal, vol. 13, 2015, pp. 359-409.
- GABISON, Garry A., *The Incentive Problems with the All-or-Nothing Crowdfunding Model*, Hastings Business Law Journal, vol. 12, n.º.3, 2015-2016, pp. 489-520.
- GEORGAKOPOULOS, Nicholas L., *Corporate Defense Law for Dispersed Ownership*, Hofstra Law Review, vol. 30, 2001, pp. 11-120.
- GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, 2011.
- HAGEDORN, Anja / PINKWART, Andreas, *The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An empirical analysis*, Crowdfunding in Europe – State of Art in Theory and Practice, Springer International Publishing, Suíça, 2016, pp.71-85.
- HILLMAN, Amy J. / DALZIEL, Thomas, *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives*, Academy of Management review, 28:3, 2003, pp. 389-396.
- HOGAN, Joseph, *Like Oil and Water: Equity Crowdfunding and Securities Regulation*, Lewis&Clark Law Review, vol 18:4, 2014, pp. 1091-1116.
- HORNUF, Lars / SCHWIENBACHER, Armin, *The Emergence of Crowdinvesting in Europe: With na In-Depth Ananlysis of the German Market*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2481994
- HOWE, Jeff, *The Rise of Crowdsourcing*, Wired Magazine, vol. 14, junho 2006, pp. 1-4.
- IBRAHIM, Darian M., *Equity Crowdfunding: a market for lemons?*, Minnesota Law Review, vol. 100, 2015, pp. 561-607.
- JOFRE JR., Oscar A., *Equity Crowdfunding 101 – The global guide to a Financial Revolution*, e-book, 2014.

- KLÖHN, Lars / HORNUF, Lars / SCHILLING, Tobias, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2595773
- LEHNER, Othmar M., *Crowdfunding Social Ventures: a model and research agenda*, Venture Capital, vol. 15, n.º 4, 2013, 289-311.
- MOLLICK, Ethan, *The Dynamics of crowdfunding: an exploratory study*, Journal of Business Venturing, n.º 29, 2014, pp. 1-16.
- MORAIS, Helena Catarina Silva, *Acordos Parassociais - Restrições em matéria de administração das sociedades*, Almedina, 2014.
- MORITZ, Alexandra / BLOCK, Joern H. / LUTZ, Eva, *Investor Communication in Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study*, Qualitative Research in Financial Markets, vol. 7, 2015, pp.309-342.
- NORDBERG, Donald, *Corporate Governance: Principles and Issues*, Sage Publications, 2011.
- OGANDO, José, *Os deveres de informação permanente no mercado de capitais*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 64, vol. I/II, 2004.
- ORANBURG, Seth C. *Bridgefunding is Crowdfunding for Startups across the Private Equity Gap*, 2015, disponível em: <http://www.lawschool.cornell.edu/research/JLPP/upload/Oranburg-final.pdf>
- PILAR MUÑOZ, María del, *Equity Crowdfunding - Problemática societaria*, Working Paper IE Law School, AJ8-224, 10 de maio de 2015.
- SANTOS, João Vieira dos, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, Revista Eletrónica de Direito, vol. 2, junho 2015, disponível em: <http://www.cije.up.pt/content/crowdfunding-como-forma-de-capitaliza%C3%A7%C3%A3o-das-sociedades>
- SCHWARTZ, Andrew, *The Digital Shareholder*, Minnesota Law Review, vol. 100, n.º 2, 2015, 609-685.
- SCHOLZ, Nadine, *The Relevance of Crowdfunding – The impact on the innovation process of small entrepreneurial firms*, Springer Gabler, 2015.
- SCHWIENBACHER, Armin / LARRALDE, Benjanin, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, 2012, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=1699183

STEMLER, Abbey, *Equity-Based Crowdfunding: Allowing the masses to take a slice of the pie*, International Perspectives on Crowdfunding: Positive, Normative and Critical Theory, Esmerald Group Publishing, 2016.

SUROWIECKY, James, *The Wisdom of Crowds*, Anchor, 2004.

TALAULICAR, Till / GRUNDEI, Jens, *Company Law and Corporate Governance of Startups in Germany: Legal Stipulations, Managerial Requirements, and Modification Strategies*, Journal of Management and Governance, 6, 2002, pp. 1-27.

TOMBOC, Gmeleen Faye, *The Lemons Problem in Crowdfunding*, The John Marshall Journal of Information Technology & Privacy Law, vol. 30, 2013, 253-280.

TOMCZAK, Alan / BREM, Alexander, *A conceptualized investment model of crowdfunding*, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, vol. 15, 2013, pp. 335-359.

TRICKER, Bob, *Corporate Governance – Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, 2015.

TURAN, Semen Son, *Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle*, Journal of Financial Innovation, vol. 1, n.º 2, 2015, pp. 141-151.

VALANCIENE, Loreta / JEGELEVICIUTE, Sima, *Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks*, Economics and Management, vol. 18, n.º 1, 2013, pp. 39-48.

VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance in a Networked Age*, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2641441

VERRET, J. W., *Uber-ized Corporate Law: Toward a 21st Century Corporate Governance for Crowdfunding and App-Based Investor Communications*, Journal of Corporation Law, vol. 41, n.º 4, 2016, pp.101-143.

VISMARA, Silvio, *Equity Retention and Social Network Theory*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2654325

WEINSTEIN, Ross S., *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You're Expecting*, Cornell International Law Journal, vol. 46, 2013, pp. 427-453.

WHINCOP, Michael J., *Entrepreneurial Governance*, agosto 2000, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=254169

WILLBRAND, David J. / KAPIL, Medha, *Blurred Lines: Crowdfunding, Venture Capital, and the Capitalization of Startups*, University of Cincinnati Law Review, vol. 83, 2014, pp. 505-514.

WILLIAMSON, Oliver E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, vol. 43, nº. 3, 1988, pp. 567-591.

WILSON, Karen E./TESTONI, Marco, *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital Markets*, Bruegel Policy Contribution, 2014, disponível em: <http://bruegel.org/2014/08/improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>

WROLDSSEN, Jack, *Proactive Law as a Competitive Advantage in Crowdfunding*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2655837

YACUZZI, Enrique, *A primer on governance and performance in small and medium-sized enterprises*, 2005, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=998589

ZAHRA, Shaker A. / PEARCE, John A., *Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative model*, Journal of Management, 15:2, 1989, pp. 291-334.

RELATÓRIOS E DOCUMENTOS OFICIAIS:

ALTFI DATA, *Where are they now? A report into the status of companies that have raised finance using Equity Crowdfunding in the UK*, novembro 2015, disponível em: <http://www.altfi.com/downloads/WhereAreTheyNow.pdf>

COMISSÃO EUROPEIA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final, maio de 2016, disponível em: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf

COMISSÃO EUROPEIA, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, Report, 30 de setembro de 2015, disponível em: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf

ESMA, *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*, Report, maio 2015, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf

ESMA, *Opinion – Investment-based crowdfunding*, Esma/2014/13398, dezembro 2014, disponível em:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *Review of Crowdfunding Regulation – Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, 2014, disponível em:

<http://eurocrowd.org/2014/12/12/ecn-review-crowdfunding-regulation-2014/>

EY, *Corporate Governance in a changing Financial and Regulatory Landscape*, Report, 2016, disponível em: http://www.ecgi.org/presidency/luxembourg2015/Luxembourg-Public-Policy-Whitepaper_V13.pdf

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet*, PS14/4, março 2014, disponível em: <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>

MASSOLUTION, *Crowdfunding Industry Report*, 8 de Maio, 2012, p. 25, disponível em: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>

NESTA / UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, *Pushing Boundaries – The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, fevereiro 2016, disponível em: <http://www.nesta.org.uk/publications/pushing-boundaries-2015-uk-alternative-finance-industry-report>

PENSCO, 2015 PENSCO: *Crowdfunding Report*, 2015, pp. 13-14, disponível em: http://cdn2.hubspot.net/hub/343005/file-2612198431-pdf/2015-Whitepaper_files-Retail/PENSCO_2015CrowdfundingReport_0315.pdf

WEBSITES CONSULTADOS:

COMPANIES HOUSE, *Life of a Company – part 1 annual requirements (UK)*, disponível em: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/533350/GP2_Life_of_a_company_Part_1_v4.6-ver0.1-6.pdf

CONSOB, *Equity Crowdfunding*, disponível em: <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

CROWDCUBE, *What are A Ordinary Shares and B Investment Shares?*, disponível em: <https://www.crowdcube.com/faqs/investing-in-equity/what-are-a-ordinary-shares-and-b-investment-shares>

CROWDSURFER, *Equity crowdfunding: comparing the US and UK markets*, disponível em: <https://crowdsurfer.com/blog/equity-crowdfunding-comparing-the-us-and-uk-markets/>

CROWE HORWARTH, *Country by country financial reporting and auditing framework*, disponível em: <http://www.crowehorwath.net/>

CROWE HORWARTH, *Country by country financial reporting and auditing framework – Germany*, disponível em: <http://www.crowehorwath.net/crowe-horwath-global/services/audit/financial-reporting-frameworks/germany.aspx>.

FINANCIAL TIMES, *Critics raise concern about equity crowdfunding site Crowdcube*, 26 de maio, 2015, disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e9d998c2-ee93-11e4-88e3-00144feab7de.html#axzz47LzbQlDT>

FORBES, *Trends show Crowdfunding to surpass VC in 2016*, 9 de junho de 2015, disponível em: <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016/#8e38bab444b5>

FUTKO, JASON, *Equity vs. Debt Crowdfunding*, Crowdfund Insider, disponível em: <http://www.crowdfundinsider.com/2014/09/50628-equity-vs-debt-crowdfunding/>

GOV.UK, *Set up a private limited company*, disponível em: <https://www.gov.uk/limited-company-formation>

HEWET, Chris, *Know your share types when investing in crowdfunding equity*, [Blog] The Finance Innovation Lab, 26 de junho, 2015, disponível em: <http://financeinnovationlab.org/know-share-types-investing-crowdfunding-equity/>

HOWE, JEFF, [Blog] *Crowdsourcing – Why the power of the crowd is driving the future of business*, disponível em: <http://www.crowdsourcing.com/cs/>

MZS RECHTSANWÄLTE, *Profit Participating Loans*, disponível em: <http://www.mzs-law.com/financial-professionals/financing-of-companies/profit-participating-loans.html>

MZS RECHTSANWÄLTE, *Profit Participation Rights*, disponível em: <http://www.mzs-law.com/financial-professionals/financing-of-companies/profit-participation-rights.html>

OCDE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

SEEDRS, *Types of Equity*, disponível em: <https://learn.seedrs.com/guides/types-of-equity/>

TAYLOR, Ryan, *Equity-Based Crowdfunding: Potential Implication for Small Business Capital*, SBA Office of Advocacy, Issue Brief no.5, pp. 3-4, disponível em: https://www.sba.gov/sites/default/files/advocacy/Issue-Brief-5-Equity-Based-Crowdfunding_2.pdf

TORRIS, Therese, *French Alternativa: Equity Crowdfunding with a Secondary Market*, Crowdfunding Insider, disponível em: <http://www.crowdfundinsider.com/2015/07/71505-french-alternativa-equity-crowdfunding-with-a-secondary-market/>

.

7. ANEXO

COMPARAÇÃO DE REQUISITOS DE GOVERNO SOCIETÁRIO E DE CAPITAL SOCIAL MÍNIMO

A tabela seguinte expõe de forma geral e comparativa os requisitos de governo societário e de capital social mínimo dos tipos societários relevantes nas jurisdições consideradas na presente dissertação.¹⁸⁷

		Capital mínimo obrigatório	Órgãos sociais
Portugal	<i>Sociedade anónima</i>	€50.000	<u>Modelo clássico:</u> administrador único/conselho de administração + fiscal único/conselho fiscal (+ revisor oficial de contas). <u>Modelo monista:</u> conselho de administração incluindo uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas. <u>Modelo dualista:</u> conselho de administração executivo + conselho geral e de supervisão + revisor oficial de contas.
	<i>Sociedade por quotas</i>	€2	Gerente/gerência + revisor oficial de contas/conselho fiscal. Não é necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal se, durante 2 anos consecutivos, não forem ultrapassados dois dos seguintes limites: <i>i)</i> total do balanço – €1.500.000; <i>ii)</i> total das vendas líquidas e outros proveitos – €3.000.000; <i>iii)</i> número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.

¹⁸⁷ Fontes utilizadas para a construção da tabela: Portugal - CÂMARA, Paulo et al, *A Governação de Sociedades em Portugal*, A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos, pp. 269-358; Código das Sociedades Comerciais; Espanha - *Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio)*; Itália - *Codice Civile*; França – *Code de Commerce*; Reino Unido – GOV.UK, *Set up a private limited company*, data de consulta a 23-07-2016.

Espanha	<i>Sociedad de responsabilidad limitada</i>	€3.000	Conselho de administração/administrador único + revisor oficial de contas.
	<i>Sociedad anonima</i>	€60.000	Não é necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal se, durante 2 anos consecutivos, não forem ultrapassados dois dos seguintes limites: <i>i)</i> total do balanço – €2.850.000; <i>ii)</i> total das vendas líquidas e outros proveitos – €5.700.000; <i>iii)</i> número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.
Itália	<i>Società per azioni</i>	€50.000	Administrador único/conselho de administração + fiscal único/conselho fiscal + revisor oficial de contas/conselho fiscal; OU Conselho de administração incluindo um comité executivo + revisor oficial de contas/conselho fiscal.; OU Conselho de administração executivo + conselho geral e de supervisão + revisor oficial de contas/conselho fiscal. Não é necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal se, durante 2 anos consecutivos, não forem ultrapassados dois dos seguintes limites: <i>i)</i> total do balanço – €4.400.000; <i>ii)</i> total das vendas líquidas e outros proveitos – €8.800.000; <i>iii)</i> número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.
	<i>Società a responsabilità limitata semplificata</i>	€1 a €10.000	Administrador único.

	<i>Società a responsabilità limitata</i>	€10.000	Administrador único/conselho de administração + revisor oficial de contas/conselho fiscal. É necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal quando: i) seja obrigatória a redação de balanço consolidado; ii) a sociedade controle uma sociedade sujeita a revisão legal de contas; iii) durante dois anos consecutivos sejam superados dois dos limites a ter em conta para a obrigatoriedade de revisor oficial de contas nas sociedades anónimas.
França	<i>Société anonyme</i>	€37.000	Conselho de administração + revisor oficial de contas; OU Conselho de administração executivo + conselho de supervisão + revisor oficial de contas.
	<i>Société par actions simplifiée</i>	-	Administrador único/conselho de administração + revisor oficial de contas. É necessário revisor oficial de contas quando: a) a sociedade controle uma sociedade sujeita a revisão legal de contas, ou seja controlada por sociedades sujeitas a esse imperativo legal; b) durante dois anos consecutivos sejam superados dois dos limites seguintes: : i) total do balanço – €1.550.000; ii) total das vendas líquidas e outros proveitos – €3.100.000;iii) número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.
Reino Unido	<i>Private company limited by shares</i>	-	Pelo menos um administrador.