

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM DIREITO E PRÁTICA JURÍDICA

ESPECIALIDADE EM DIREITO DA EMPRESA



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

SOPHIA DOMINGOS ZIRPOLI

**“AS REPERCUSSÕES DA REGULAMENTAÇÃO DO EQUITY CROWDFUNDING
NO DIREITO SOCIETÁRIO: UMA ANÁLISE NA ÓTICA DAS LEGISLAÇÕES
PORTUGUESA E BRASILEIRA”**

LISBOA

2020

SOPHIA DOMINGOS ZIRPOLI



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

**“AS REPERCUSSÕES DA REGULAMENTAÇÃO DO EQUITY CROWDFUNDING
NO DIREITO SOCIETÁRIO: UMA ANÁLISE NA ÓTICA DAS LEGISLAÇÕES
PORTUGUESA E BRASILEIRA”**

Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de Lisboa como requisito parcial
para obtenção do título de Mestre no Curso – “Mestrado
em Direito e Prática Jurídica – Direito da Empresa”.

Professora Orientadora: Ana Perestrelo de Oliveira

LISBOA

2020

RESUMO

Zirpoli, Sophia. **As Repercussões da Regulamentação do *Equity Crowdfunding* no Direito Societário: Uma Análise na Ótica das Legislações Portuguesa e Brasileira**. Lisboa, 2020, 75 p. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa como requisito parcial para obtenção do título de Mestre no Curso – “Mestrado em Direito e Prática Jurídica – Direito da Empresa”.

O presente trabalho “As Repercussões da Regulamentação do *Equity Crowdfunding* no Direito Societário: Uma Análise na Ótica das Legislações Portuguesa e Brasileira” tem como propósito analisar as principais repercussões que emanam da regulação do *equity crowdfunding* nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português. Para tanto, serão abordados pontos cruciais trazidos pelas legislações em comento na tratativa dessa recente modalidade de financiamento colaborativo, traçando, ainda, paralelos pertinentes com outros ramos do Direito, a exemplo das legislações societárias e de valores mobiliários, devido à extrema afinidade em que se correlacionam. Nessa perspectiva, como poderá ser visto no decorrer do presente trabalho, o *equity crowdfunding* apesar de ter sido regulado recentemente em ambos os ordenamentos em estudo, já era uma prática que vinha sendo praticada, sobretudo, por empresas de pequena dimensão, com capacidade económico-financeira bastante reduzida, por ainda estarem em fase embrionária de desenvolvimento, limitando, assim, as oportunidades de acesso ao mercado tradicional de financiamento. Nesse sentido, foi em virtude da expansão dessa modalidade de financiamento no mercado e, sobretudo, dos problemas atrelados à inexistência de regulação específica ante os sujeitos intervenientes nesse processo – sociedade investida, plataformas eletrônicas e investidores – e das fortes pressões advindas dos mercados nacionais que foram criadas as legislações em estudo tendo, como premissas básicas, exemplificativamente, a previsão de medidas que pudessem minimizar os riscos de fraude atrelados à presente atividade e de perda do investimento pelos investidores, a criação de limites máximos de investimento por estes, assim como a sujeição de deveres às sociedades gestoras da plataforma e aos beneficiários. Nessa ótica, em análise a tais legislações, também serão apontados no presente trabalho algumas controvérsias que foram identificadas e que merecem ser suprimidas ou revisitadas pelo legislador a fim de garantir a máxima efetividade da atividade nos sistemas em investigação e, em paralelo às indefinições normativas, as lacunas que ainda permanecem na regulação do presente tema, ocasionando, a nosso ver, fragilidades para os sujeitos em jogo, sobretudo, para os investidores.

Palavras-Chave: Brasil e Portugal. captação de recursos. *equity crowdfunding*. regulamentação. sujeitos intervenientes. vantagens e riscos.

ABSTRACT

Zirpoli, Sophia. **The Repercussions of Equity Crowdfunding Regulation in Corporate Law: An Analysis from the Perspective of Portuguese and Brazilian Legislation.** Lisbon, 2020, 75 p. Master's Dissertation presented to the Faculty of Law of the University of Lisbon as a partial requirement to obtain the title of Master in the Course - "Master in Law and Legal Practice - Company Law".

The present work entitled "The Repercussions of Equity Crowdfunding Regulation on Corporate Law: An Analysis from the Perspective of Portuguese and Brazilian Legislation" aims to assess the main repercussions that emanate from the regulation of equity crowdfunding in Brazilian and Portuguese legal systems. In this context, relevant factors associated by the legislation aforementioned will be analyzed in the treatment of this recent type of collaborative financing. Furthermore, the exposing of relevant parallels with other branches of law will be presented, such as corporate and securities laws, due to the extreme affinity in which correlate. In this regard, as will be seen in the course of this present work, notwithstanding having recently been regulated in both systems under study, equity crowdfunding was already a method that was being practiced, especially by small companies with economic-financial instability, as they were still in the embryonic stage of development, thus limiting the opportunities for access to the traditional financing market. Therefore, it was due mainly to the expansion of this type of financing in the market, the problems related to the absence of specific regulation to the subjects involved in this process - invested society, electronic platforms and investors - and the severe pressures originated by the national markets that the laws under study were created. The laws embrace basic premises, as the provision of measures that could minimize the risks of fraud linked to the present activity and loss of investment by investors, the creation of maximum investment limits by them, as well as the subjecting duties to platform management companies and beneficiaries. From this perspective, in the analysis of such legislation, some controversies that have been identified and that deserve to be suppressed or revisited by the legislator will also be evaluated in the present work in order to guarantee the maximum effectiveness of the activity in the systems under investigation. Additionally, in parallel to the normative vagueness, is expected to fulfill the gaps that still remain in the regulation of this theme, which promotes, in my view, risks for the subjects exposed, especially investors.

Keywords: Brazil and Portugal. Fund-raising. Equity Crowdfunding. Regulation. Intervening Subjects. Advantages and Risks.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

Cf. – Conforme

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

Ed. – Edição

EUR – Euro

IFIFC - Informações Fundamentais Destinadas aos Investidores de Financiamento Colaborativo

IN – Instrução

LSA – Lei das Sociedades Anónimas

Ob. Cit. – Obra Citada

p. – Página

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

pp. – Páginas

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

ss. – Seguintes

Vol. - Volume

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1. O CROWDFUNDING	10
1.1. Contextualização: Uma Breve Perspectiva Histórica do <i>Crowdfunding</i>	10
1.2. Conceito e aspectos gerais	12
1.3. Modalidades	15
2. O EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL	21
2.1. A Regulamentação do <i>Crowdfunding</i> no Brasil e seus Desdobramentos ante às Inovações advindas da IN nº 588/2017 da CVM	22
2.1.1. A Dispensa de Registro da Oferta Pública	26
2.1.2. O Papel das Plataformas Eletrônicas como Instituições Intermediárias	29
2.2. A Formalização do Investimento via <i>Equity Crowdfunding</i> : o Mútuo Conversível e as Debêntures Conversíveis	31
2.3. A Prática Brasileira e o Risco de Caracterização de Sociedade de Fato entre os Investidores e a Sociedade Investida	36
3. O FINANCIAMENTO COLABORATIVO EM PORTUGAL	42
3.1. A Regulamentação do Financiamento Colaborativo de Capital: Uma Forma de Mitigação dos Riscos Associados à Atividade em Contrapartida as suas Vantagens	43
3.2. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo de Capital e suas Peculiaridades	46
3.3. As Entidades Gestoras das Plataformas de Financiamento Colaborativo: À Sujeição a Deveres de Informação e Medidas de Prevenção de Conflitos de Interesse	52
3.4. O Regulamento da CMVM nº 1/2016 na Tratativa de Aspectos Específicos Relacionados ao <i>Crowdfunding</i> de Capital	57
3.5. As Controvérsias do Regime Legal e a Necessidade de Revisão como Forma de Garantir à Efetividade da Atividade	61
CONCLUSÃO	68
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	72

INTRODUÇÃO

Vivenciamos hoje uma era em que os avanços tecnológicos são marcantes na sociedade. A massificação da internet democratizou a informação permitindo sua maior difusão através das novas ferramentas que foram sendo criadas, favorecendo, sobretudo, a interação entre as pessoas e o acesso à informação.

Nessa perspectiva, em reflexo aos mecanismos decorrentes da sociedade de informação, surge a ideia do *Crowdfunding* como um novo modelo de capitalização de sociedades caracterizado por ser um fenômeno extremamente inovador de angariação de recursos para projetos pessoais e profissionais.

Assim, preliminarmente, o financiamento colaborativo pode ser definido 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*”¹.

O *Crowdfunding*, financiamento colaborativo ou coletivo, nomenclatura adotada a depender do país em jogo, surgiu como um meio alternativo ao mercado tradicional de financiamento em resposta as fortes crises econômicas vivenciadas a nível mundial por volta do ano de 2008, impactando, diretamente, em barreiras no acesso do crédito pelas empresas, sobretudo, para as pequenas e médias empresas que, até então, por não disporem de elevado potencial econômico-financeiro, não conseguiam se capitalizar através de recursos obtidos das fontes típicas de financiamento, a exemplo do crédito bancário, financiamento obtido do mercado de capitais ou através de capitais de risco.

Destarte, essa forma de financiamento tem como pressupostos básicos a (i) angariação de recursos a partir de (ii) pequenas contribuições de um (iii) número indefinido de pessoas por meio de uma (iv) plataforma eletrônica. Nesse sentido, a depender de certas peculiaridades previstas na presente relação, o *crowdfunding* pode se materializar em quatro modelos, quais sejam, (a) *Crowdfunding* de Doações; (b) *Crowdfunding* de Recompensas; (c) *Crowdfunding* por Empréstimos; e (d) *Crowdfunding* de Capital, termo empregado na legislação portuguesa, também conhecido no ordenamento brasileiro como *Crowdfunding* de Investimento ou, a nível mundial, comumente reconhecido como *Equity Crowdfunding*, modalidade esta que será objeto de estudo na presente dissertação.

¹ TOMCZAK, Alan / BREM, Alexander, **A conceptualized investment model of crowdfunding**, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, vol. 15, 2013, pp. 338-339.

Feito esse panorama, impende salientar que o *equity crowdfunding*, apesar de já ser uma prática que vinha sendo adotada em alguns países mesmo antes de sua efetiva regulação, podemos considerá-lo como um fenômeno recente, sobretudo, em Portugal e no Brasil, que apenas foi objeto de regulamentação nos anos de 2015 (Lei nº 102/2015 – o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo) e 2017 (IN nº588/2017 da CVM), respectivamente, devido ao progressivo crescimento da atividade em tais ordenamentos, provocando, assim, o engajamento dos órgãos reguladores a fim de estabelecer as devidas disposições sobre a matéria.

Ademais, foi em resposta aos problemas vivenciados em virtude na inexistência de legislação sobre o tema em comento, sobretudo, para os investidores, já que as regras de desempenho e operacionalização da atividade eram definidas pelos sujeitos em jogo, que foram criadas as legislações a seguir analisadas com o propósito de equilibrar os riscos subjacentes à presente atividade – seja riscos de mercado, de liquidez, de fraude ou do próprio negócio em si – com os benefícios que lhes são indubitáveis não apenas para os sujeitos intervenientes nesse processo (sociedade investida, plataformas eletrônicas e investidores) mas também para a sociedade como um todo em virtude do incentivo ao empreendedorismo que a presente modalidade de financiamento propicia.

Nesse diapasão, como será demonstrado a seguir, a essência do *equity crowdfunding* é “*permitir que um grupo de investidores financie empresas em troca de participação societária (equity) ou de títulos conversíveis de dívida que, no futuro, poderão ser convertidas em participação societária da empresa investida*”².

Assim sendo, na presente dissertação, analisaremos a matéria do *equity crowdfunding* basicamente sob três perspectivas.

Primeiramente, iremos fazer uma abordagem genérica do tema, estabelecendo brevemente algumas considerações concernentes à perspectiva histórica do *crowdfunding*, seu conceito, origem do instituto, aspectos gerais e modalidades do financiamento colaborativo que, como já adiantado, pode se materializar em quatro tipos distintos.

Em seguida, no segundo capítulo da dissertação, faremos um estudo pormenorizado do *Crowdfunding* de Investimento no ordenamento brasileiro à luz da Instrução Normativa nº 588/2017 da Comissão de Valores Mobiliários (a “CVM”) responsável por regular a matéria

² EQSEED, **O que é equity crowdfunding**, Rio de Janeiro, Disponível em: <https://eqseed.com/faq/52335-o-que-%C3%A9-equity-crowdfunding>, Acesso em 11/02/2020.

em questão no Brasil. Nesses termos, analisaremos alguns dispositivos contemplados na presente instrução, a exemplo da dispensa de registro da oferta pública, do papel das plataformas eletrônicas de financiamento, da formalização do investimento e da eventual caracterização de uma sociedade de fato entre os investidores e a sociedade investida, traçando, para tanto, alguns paralelos com outros ramos do Direito Brasileiro que julgamos pertinente em razão dos reflexos ocasionados em virtude da regulação da matéria em comento.

Ademais, no último capítulo do presente trabalho, discorreremos de forma minuciosa sobre o Financiamento Colaborativo de Capital na ótica da legislação portuguesa, analisando detalhadamente o Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo previsto na Lei nº 102/2015 e o Regulamento nº 1/2016 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (a “CMVM”) e, de forma mais superficial, o Regime Sancionatório disposto na Lei nº 3/2018 da CMVM. Nessa perspectiva, além de estudarmos os principais conceitos previstos nos diplomas citados, abordaremos algumas questões que merecem ser melhor contempladas pelo legislador nacional, devendo ser objeto de revisitações a fim de proporcionar e garantir o máximo aproveitamento dessa modalidade de financiamento em Portugal. Além disso, também faremos menção a algumas lacunas identificadas diante dos problemas que eram marcantes no cenário nacional antes da regulação da matéria e que, a nosso ver, ainda permanecem, ocasionando fragilidades, sobretudo, aos investidores, razão pelo qual apontaremos algumas medidas que devem ser implementadas pelo legislador nacional a fim de tutelar tais sujeitos, sob pena das vantagens intrínsecas do instituto serem convertidas em situações de fracasso.

Por fim, concluiremos o presente trabalho tecendo nosso entendimento a respeito da regulação do *equity crowdfunding* nos ordenamentos jurídicos português e brasileiro, apontando eventuais fragilidades e sugestões de melhoria com o intuito de possibilitar uma perfeita sincronia entre sua utilização como meio alternativo de financiamento e a relevância de salvaguardar os investidores em relação aos riscos que decorrem da presente atividade. Nessa ótica, o financiamento colaborativo de investimento tornar-se-ia um fidedigno veículo direcionado ao desenvolvimento econômico, com disposições precisas capazes de garantir segurança à sua acessibilidade pelos sujeitos envolvidos.

Capítulo 1

Primeiramente, antes de adentrarmos precisamente no tema que o presente trabalho pretende elucidar, cumpre traçarmos algumas considerações gerais que se mostram pertinentes para uma melhor compreensão do assunto abordado a seguir.

1. O *Crowdfunding*

1.1. Contextualização: Uma Breve Perspectiva Histórica do *Crowdfunding*

Ab initio, cumpre esclarecer que a ideia do *Crowdfunding*, apesar de ser um fenômeno único e peculiar de angariação de fundos e recursos voltado ao financiamento de projetos, surgiu como uma alternativa ao mercado tradicional de financiamento ante à crise mundial econômica de 2008 e que originou, à época, inúmeras restrições de acessibilidade ao crédito às empresas embrionárias.

Destarte, foi nesse cenário que o *Crowdfunding* surgiu e vem ganhando espaço no mercado, como uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas que, até então, não possuíam robustez financeira suficiente para aderirem ao crédito oriundos dos bancos e fundos de investimento.

Assim, em razão da inacessibilidade ou mesmo diante das inúmeras dificuldades de acesso ao crédito pelas formas tradicionais de financiamento para viabilização de projetos pessoais e profissionais, passou-se a buscar investimento através da “multidão”. Nesse sentido, os interessados em viabilizar seus projetos começaram a buscar fundos através de pequenas contribuições de um número elevado de pessoas.

Nessa perspectiva, na visão de muitos autores, sobretudo, de Steven Bradford³, o fenômeno do *Crowdfunding*, em linhas gerais, surgiu a partir de dois outros fenômenos, do microfinanciamento e do *crowdsourcing*, apesar de apresentar pontos significativos de diferença entre eles, senão vejamos.

³ BRADFORD, C. Steven, **Crowdfunding and the federal securities law**, Columbia Business Law Review, v. 2012, p. 1-150, 2012, p. 27.

O microfinanciamento, como extraído da sua própria nomenclatura, compreendido como o empréstimo de ínfimos valores a pessoas de baixa renda, apesar de apresentar, nesse sentido, semelhança com o fenômeno em estudo, diferencia-se deste em razão do mútuo ser concedido por uma instituição bancária e não através de um número volumoso de pessoas, peculiaridade esta intrínseca do *Crowdfunding*.

No que diz respeito ao *Crowdsourcing*, fenômeno este compreendido como “*um modelo de negócio em que se angaria a inteligência da coletividade e a criatividade da multidão*”⁴, tem-se como similitude ao *Crowdfunding* a ideia de angariar recursos através da multidão, muitas vezes, estes como potenciais consumidores finais dos projetos criados, no entanto, através desse instituto, o que se busca é a força de trabalho, o conhecimento técnico de inúmeras pessoas como forma de contribuir para o aperfeiçoamento e concretização do projeto, diferentemente do que ocorre no *Crowdfunding*, onde a premissa básica é a busca por recursos financeiros como forma à viabilização do projeto.

O *Crowdfunding* ainda se diferencia do *Crowdsourcing* pois, neste, conforme nos ensina Caio Sasaki Godeguez Coelho:

O autor do projeto exerce certos poderes de gestão sobre os apoiadores, ou seja, sobre os consumidores-trabalhadores. No *Crowdfunding*, a relação entre o autor do projeto e os apoiadores é quase de total independência. O vínculo entre eles, na verdade, varia a depender da modalidade de *Crowdfunding* que se está utilizando, mas, no geral, aos apoiadores do projeto é somente oferecida espécie de retorno, financeiro ou não. Não é dado aos apoiadores o poder de fiscalizar a forma como o projeto é conduzido, embora possam fiscalizar se de fato o projeto está em execução.⁵

Assim, pode-se dizer que o *Crowdfunding*, apesar de apresentar traços de similitude com o microfinanciamento e o *Crowdsourcing*, vem se consolidando e ganhando espaço no mercado mundial como uma importante fonte de financiamento por ser um instituto dotado de peculiaridades intrínsecas, em que a massificação da internet vem contribuindo demasiadamente para seu crescimento exponencial, sobretudo, se considerarmos o uso das plataformas online como intermediadoras do processo de financiamento que, embora não

⁴ BANKER, Rishin, **A look at crowdfunding: na emerging trend threatens to displace traditional financial intermediates**, Trabalho de Estágio (Bacharelado em Finance) – Pennsylvania State University, Pennsylvania, 2011, p.4.

⁵ COELHO, Caio Sasaki Godeguez, **Crowdfunding: natureza e regime jurídico**, São Paulo: Almedina, 2018. p. 21.

imprescindíveis para sua concretização, têm se mostrado presente na maioria dos casos⁶, conforme será a seguir estudado.

1.2. Conceito e Aspectos Gerais

O vocábulo *Crowdfunding*, enquanto conceito, pode ser revestido de diversos significados, podendo ser compreendido sob diversas perspectivas. Nesse sentido, partindo da premissa que a palavra é composta da combinação dos termos “*Crowd*”⁷ e “*Funding*”⁸, pode-se dizer, em linhas gerais e em sentido amplo, que trata-se de financiamento angariado através da multidão, devendo ser caracterizado não propriamente como uma figura jurídica, mas sim como um fenômeno social.

No entanto, a conceitualização do *Crowdfunding* vai muito além da ideia central extraída dos termos referenciados. Nas palavras de Caio Sasaki Godeguez Coelho:

Talvez por conta da complexidade intrínseca das novas tecnologias oferecidas em nossa sociedade pós moderna. Essa dificuldade de conceituação é ainda mais agravada pelo fato de que esta ferramenta é geralmente utilizada através da internet, ambiente cuja inerente dinamicidade imprime grande velocidade às mudanças dos próprios fenômenos nela encontrados.⁹

Assim, apesar da dificuldade de delimitação do conceito, na perspectiva que o instituto vem sendo utilizado, como forma de captação de recursos através de milhares de pessoas por meio da internet, algumas definições merecem destaque por contemplar, com maior veemência, as peculiaridades do instituto.

Nas lições de Ordanini, Miceli, Pizzetti e Parasuraman¹⁰, o *Crowdfunding* se expressa como o esforço coletivo das pessoas, que se interligam e que juntam o seu dinheiro,

⁶ SANTOS, João Vieira dos, **Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades**, Revista Eletrônica de Direito, vol. 2, junho 2015, disponível em: <https://cije.up.pt/pt/crowdfunding-como-forma-de-capitalizacao-das-sociedades/>, pp. 7-9.

⁷ Multidão: a) grande número ou ajuntamento de pessoas ou coisas. b) povo, massa, Dicionário Michaelis, disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/crowd/>. Consulta realizada em 12/03/2020.

⁸ 1. reservar um fundo para pagar os juros (de uma dívida). 2 fundar, consolidar (dívidas). 3 financiar, dar fundos. 4 inverter dinheiro em fundos públicos. Dicionário Michaelis, disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/fund/>. Consulta realizada em 12/03/2020.

⁹ COELHO, Caio Sasaki Godeguez, ob. cit., pp. 15-16.

¹⁰ Cf. ORDANINI, Andrea. MICELI, Lucia, PIZZETTI, Marta e PARASURAMAN, Parasu, **Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms** in Journal of Service

geralmente através da internet, de forma a investir e apoiar os esforços de outras pessoas ou organizações.

Segundo Belleflamme, Lambert e Schwienbacher¹¹, *Crowdfunding* pode ser definido como a oferta pública, realizada essencialmente pela internet, para captar recursos financeiros destinados a um projeto específico, em forma de doação ou em troca de alguma forma de recompensa e/ou direito a voto.

Ademais, nas palavras de Couto e Colaço:

O financiamento coletivo – ou *crowdfunding*, como ficou conhecido – é mais uma ferramenta que o poder da rede colocou ao serviço do empreendedor, para conseguir angariar os fundos necessários à criação e desenvolvimento do seu projeto. Através dele, o indivíduo faz a apresentação da ideia de negócio, normalmente em formato vídeo, e publica-o numa plataforma especializada, que se encarrega de difundi-lo e apresentá-lo à comunidade. Esta apresentação inclui tipicamente um *pitch*, ou pedido, que é feito no sentido de convencer os internautas que acreditem no projeto a financiá-lo, bem como o montante pecuniário mínimo necessário para que este possa ser concretizado¹².

Por sua vez, *Mollick* caracteriza o *Crowdfunding* como:

Os esforços de empreendedores individuais e de grupos – principalmente culturais, sociais, focados em inovação, com ou sem fins lucrativos – para financiar seus empreendimentos, conseguindo contribuições relativamente pequenas de um número relativamente grande de indivíduos, sem a utilização do intermediário financeiro padrão¹³.

Nesse sentido, apesar da diversidade de conceitos trazidos à baila, pode-se perceber que, em linhas gerais, todos parecem convergir para os mesmos pontos caracterizadores do fenômeno em estudo.

Management, Vol. 22 Issue 4, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, 2011, pp. 443 a 470, *apud*, SANTOS, João Vieira dos. **Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades**. Revista Eletrônica de Direito, vol. 2, junho 2015, disponível em: <https://cije.up.pt/pt/crowdfunding-como-forma-de-capitalizacao-das-sociedades/>, p.8.

¹¹ BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A, **Crowdfunding: an industrial organization perspective**, In: Preparado para o workshop “Digital Business Models: Understanding Strategies”, Paris, p. 01-30, jun. 2010, *apud*, VIEIRA, Anderson Martins, **O equity crowdfunding no brasil: Um estudo sobre as percepções iniciais de potenciais investidores**, Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa, Rio de Janeiro, 2017, p. 20.

¹² COUTO, Ana Sá e COLAÇO, Frederico Romano, **O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento**, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, Madri, 2015, n. 39, p. 130-135, p.130, disponível em: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4625/documento/p01.pdf?id=5777>, acesso em: 01 set. 2019.

¹³ MOLLICK, Ethan. **The dynamics of crowdfunding: an explanatory study**. *Journal of Business Venturing*, v. 29, n. 1, p. 1-116, 2013, p.2.

Assim, o que se deve compreender é que o *Crowdfunding* deve ter como premissas básicas a angariação de fundos através de um grande número de pessoas que, por sua vez, contribuem com pequenas quantias em dinheiro, geralmente, através de plataformas *online*, com o propósito de financiar determinados projetos.

Logo, basicamente, temos como sujeitos típicos do *Crowdfunding*, o criador do projeto; o investidor e as plataformas *online* que, apesar de não serem figuras imprescindíveis para caracterização do fenômeno em questão, como será adiante esmiuçado, têm-se mostrado um “*elo de comunicação entre o beneficiário e os investidores, com o intuito de todos poderem ajudar no desenvolvimento e sucesso do projeto*”¹⁴, minimizando as divergências de informações e, conseqüentemente, os riscos de insucesso do financiamento do projeto, garantindo, assim, mais confiança aos investidores e credibilidade ao criador do projeto.

Destarte, pelos sujeitos envolvidos na dinâmica do *Crowdfunding*, percebe-se que todos, de algum modo, possui interesse na viabilização e concretização do projeto angariado, ou seja, podemos dizer que há uma convergência de interesses de todos os envolvidos.

Em linhas gerais, é possível afirmar que o fenômeno do *Crowdfunding* é interessante para os criadores do projeto, primeiramente, ante a dificuldade de utilização das formas tradicionais de financiamento, que tornam-se de difícil acesso aos pequenos projetos, negócios e empresas, como as *startups*, já que, ao fornecer capital privado a tais negócios e/ou entidades, esperam um retorno ou juros extremamente elevados que não podem ser suportados, nessa fase embrionária, pelos criadores do projeto.

Corroborando o ora expressado, *Mollick* ainda aponta outras vantagens de utilização do *Crowdfunding* pelo criador do projeto, senão vejamos:

A demonstração de demanda para propostas de produtos. Através do financiamento coletivo, os fundadores do projeto têm a possibilidade de colher informações acerca de seus produtos e suas ideias. Assim, além de captar recurso para seu projeto, ele conseguirá ter um termômetro para avaliar a potencial demanda que o resultado de seu projeto terá. Ademais, há a possibilidade de criação de interesse em novos projetos em estágios iniciais de desenvolvimento, ou seja, a captação de recursos via *crowdfunding* não deixa de ser uma forma de tornar pública uma nova ideia, assim como de despertar o interesse de potenciais consumidores.¹⁵

¹⁴ GIANLUCA GRASSI, e PAOLA ROVELLI, **Studio dell’impatto delle differenti dimensioni di Capitale Sociale sul successo dei progetti di Crowdfunding**, 2013, p. 14, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>, data de consulta a 23-2-2015, *apud*, SANTOS, João Vieira dos, ob. cit., p. 9.

¹⁵ MOLLICK, Ethan, ob.cit, *apud*, COELHO, Caio Sasaki Godeguez, ob. cit., p.40.

No que tange aos investidores do projeto, o financiamento coletivo também tem se mostrado atrativo por inúmeros motivos, estando intrinsecamente relacionado à modalidade do *Crowdfunding* perseguida. Nesse sentido, Caio Coelho sintetiza o contexto expressando, basicamente que:

No caso do sistema de doação, o principal interesse é o filantrópico. No sistema de recompensas, o que atrai os apoiadores é a recompensa oferecida como contrapartida à disponibilização do dinheiro atrelado com uma liberalidade. Já nos sistemas de empréstimo e de valores mobiliários, os apoiadores são atraídos principalmente pelas possibilidades de perceberem ganhos financeiros, a partir, respectivamente, de cobrança de juros e do recebimento de parcelas dos lucros ou quotas sociais da empresa a ser criada para concretizar o projeto financiado¹⁶.

Em relação aos interesses das plataformas, expõe ainda Caio Coelho:

Que as plataformas de *Crowdfunding* consistem em negócios pré-constituídos, que oferecem um serviço tanto aos autores dos projetos – de disponibilização de suas ideias, no geral mediante a cobrança de uma porcentagem sobre o valor angariado - , quanto aos financiadores – catalogando os projetos, trazendo as regras do financiamento coletivo e, em alguns casos, garantindo que o projeto se concretize caso o capital mínimo seja captado.

Logo, pelos serviços oferecidos aos autores e investidores dos projetos, as plataformas são beneficiadas por um retorno financeiro (remuneração), muitas vezes pautado no valor do capital conquistado por meio do financiamento, o que pode-se concluir que seu interesse está diretamente relacionado à concretização do projeto para que suas vantagens sejam perseguidas.

Por fim, cumpre esclarecer que, em contrapartida aos investimentos aportados, são oferecidos aos apoiadores dos projetos recompensas que irão depender da modalidade do *Crowdfunding* negociado com os desenvolvedores do projeto, conforme será a seguir estudado.

1.3. Modalidades

Após tecer comentários acerca da definição conceitual do *Crowdfunding*, como mencionado anteriormente, aos investidores dos projetos, em contrapartida ao investimento aportado, serão oferecidas recompensas que irão depender da modalidade do financiamento

¹⁶ Idem, ibidem, p. 43.

coletivo negociada, tendo em vista que cada modelo se materializa em formatos de negócios e relações diversos, apresentando, assim, estruturas contratuais diferentes, conforme será adiante estudado.

Segundo Banker, “os modelos de Crowdfunding variam com relação ao tamanho do investimento, aos temas adotados, à duração dos projetos, à estrutura de taxas, caso existentes, de forma que ele se manifesta em uma variedade de diferentes modelos de negócio”.¹⁷

Dito isso, cumpre esclarecer que as modalidades de Crowdfunding variam a depender das recompensas oferecidas aos apoiadores dos projetos, já que estas podem afetar a natureza jurídica das relações entre os sujeitos envolvidos na concretização do negócio, mais precisamente, entre os desenvolvedores e investidores.

O Crowdfunding é amplamente estudado tendo como vertentes principais: o Crowdfunding através de donativos; o Crowdfunding pelo sistema de recompensas; o Crowdfunding por empréstimos; e o Crowdfunding de capital, sendo este último o que iremos nos aprofundar com maiores detalhes, já que é o objeto do presente trabalho.

Primeiramente, o Crowdfunding através de donativos, como o próprio nome expressa, é a modalidade que se caracteriza quando os apoiadores do projeto disponibilizam ínfimas quantias aos idealizadores do negócio sem perceberem destes qualquer retorno, sendo, na maioria das situações, o modelo utilizado por entidades sem fins lucrativos, o que pode ser facilmente corroborado nos termos do Art. 3º, alínea a¹⁸, da Lei Portuguesa nº 102/2015 (o “RJFC”), já que inexistente no Direito Brasileiro legislação específica sobre tal modalidade de financiamento coletivo.

Em seguida, o Crowdfunding de recompensas, previsto no Direito Português no Art. 3º, alínea b¹⁹, da lei supracitada, se materializa com as contribuições financeiras dos investidores que, por sua vez, são recompensados através de contrapartidas materiais de natureza não financeira, podendo assumir qualquer forma, normalmente, um exemplar de um produto ou serviço. Alguns autores costumam ainda diferenciar esse tipo de Crowdfunding com o sistema de pré-venda. “Na verdade, no sistema pré-venda, a recompensa seria

¹⁷ BANKER, Rishin, ob.cit., p.4.

¹⁸ São modalidades de financiamento colaborativo:

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

¹⁹ b) **O financiamento colaborativo com recompensa, pelo qual a entidade financiada fica obrigada à prestação do produto ou serviço financiado, em contrapartida pelo financiamento obtido.** Inexiste no Direito Brasileiro lei específica definindo o presente modelo de Crowdfunding.

justamente aquilo que se está financiando”²⁰, consistindo este, basicamente, como um “submodelo do sistema de recompensa, diferenciando-se desse unicamente com relação a qual a recompensa será oferecida ao apoiador”²¹.

O *Crowdfunding* por empréstimos²², também como conhecido segundo *Bradford* como *peer-to-peer*²³, é o tipo de financiamento coletivo através do qual os apoiadores efetuam um empréstimo aos desenvolvedores a fim de propiciar a concretização do projeto mediante reembolso futuro do capital investido, com ou sem juros, aos investidores. “*Somente em algumas plataformas os apoiadores recebem juros como contrapartida a seu empréstimo, de forma que, no geral, os apoiadores esperam receber de volta tão somente o principal emprestado aos autos do projeto*”²⁴.

Nas lições de Caio Coelho e *Bradford*:

É interessante notar que a estrutura de funcionamento do *Crowdfunding* pelo modelo de empréstimo alterou-se substancialmente com o passar do tempo. Quando dos primeiros anos de implementação desse modelo, os mutuantes emprestavam dinheiro diretamente aos mutuários, que emitiam uma nota promissória aos primeiros. Hoje, no entanto, as notas promissórias saem diretamente do site e este empresta o dinheiro com base na arrecadação feita por meio dos apoiadores do projeto²⁵. Por conta disso, talvez a denominação de empréstimo *peer-to-peer* não mais faça sentido com relação às plataformas que optam por efetuar elas mesmas os empréstimos. O mútuo não é mais efetuado de um indivíduo a outro, senão pela plataforma ao mutuário. A plataforma, por sua vez, angaria o capital necessário ao empréstimo dos potenciais apoiadores do projeto²⁶.

Assim, como acima relatado, as plataformas deixam de ser uma mera intermediadora entre os criadores do projeto e os investidores, passando a ser a própria agente financiadora do projeto.

Nesse sentido, apesar da atividade de intermediação do *Crowdfunding* por empréstimos não ser propriamente uma atividade de intermediação financeira, em que, nessas circunstâncias, deveriam estar regulamentadas e atreladas às diretrizes da Comissão de

²⁰ WOLSON, Stephen Manuel, **Crowdsourcing and the law**, Dissertação (Mestre em Science in Information Studies) – Universidade do Texas em Austin, Texas, 2012, p.40.

²¹ COELHO, Caio Sasaki Godeguez, ob. cit., p.29.

²² Na ótica da legislação portuguesa definido nos termos do Art. 3º, alínea d, da Lei nº 102/2015 como: “**O financiamento colaborativo por empréstimo, através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação**”. Não existe no Direito Brasileiro norma específica conceituando tal modalidade de *Crowdfunding*.

²³ BRADFORD, C. Steven., ob. cit., p. 20.

²⁴ Idem, ibidem.

²⁵ Idem, pp. 22-23.

²⁶ COELHO, Caio Sasaki Godeguez, ob. cit., p.30.

Mercado de Valores Mobiliários (a “CMVM”), o RJFC, no seu art. 15º, nº 1²⁷, estabelece como condição ao acesso à atividade de intermediação desse tipo de *Crowdfunding* o registro prévio das entidades gestoras das plataformas eletrônicas ante à CMVM, além de dispor sobre normas de prevenção de conflitos de interesse²⁸, deveres²⁹ e demais medidas que devem ser perseguidas.

Por fim, o *Crowdfunding* de Capital, também conhecido como *Equity Crowdfunding*, é a modalidade de financiamento coletivo que goza de um número maior de peculiaridades, tendo em vista que, na maioria dos países, existe regulamentação específica tratando da matéria, sobretudo, em razão do modelo em questão envolver negociação com valores mobiliários que, por si só, já goza de especificidades.

Assim sendo, iremos tratar no presente tópico, tão somente, a definição do conceito do *Equity Crowdfunding*, já que os demais aspectos e desdobramentos serão estudados, de forma pormenorizada, tanto na perspectiva do Direito Brasileiro como no Direito Português, nos capítulos seguintes, por ser esta modalidade de financiamento coletivo o cerne do presente trabalho.

O *Crowdfunding* de capital, *Equity Crowdfunding* ou *Crowdfunding* de Investimento consiste, na ótica da legislação portuguesa, nos termos do Art. 3º, alínea c, do RJFC, como sendo o financiamento coletivo de capital “*pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros*”.

No Direito Brasileiro, o conceito de *Crowdfunding* de Investimento está previsto no Art. 2º, I, da Instrução nº 588/2017 da Comissão de Valores Mobiliários (a “CVM”) que define o mesmo como a “*captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades*”

²⁷ “1 — O acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo é realizado mediante registo prévio das entidades gestoras das plataformas eletrónicas junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), sendo esta entidade responsável pela regulação e supervisão da sua atividade”.

²⁸ “Art. 11. 1 — As plataformas devem organizar -se por forma a identificar possíveis conflitos de interesses e atuar de modo a evitar ou reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência, não podendo os seus titulares, dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços com intervenção direta na atividade de financiamento colaborativo possuir interesses contrapostos aos beneficiários ou investidores. 2 — Em situação de conflito de interesses, as plataformas devem atuar por forma a assegurar aos investidores e aos beneficiários um tratamento transparente e equitativo”.

²⁹ “Art. 16. Constituem deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas: a) Adotar as medidas necessárias à prevenção de situações de fraude, nos termos previstos na presente lei e definidos pela regulamentação aprovada pela CMVM; b) Cumprir os demais deveres de informação, organização e conduta decorrentes da regulamentação aprovada pela CMVM”.

empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução”.

Nesse sentido, pelos conceitos extraídos acima, pode-se notar que a modalidade de *Crowdfunding* em estudo goza de peculiaridades específicas a depender da legislação em jogo, as quais serão objeto de análise no decorrer do presente trabalho.

A princípio, o que se deve ter em mente como premissa básica para caracterização da presente modalidade de financiamento coletivo é, nas lições de Rafael Marques:

Mister frisar que o princípio básico do *Equity Crowdfunding* em qualquer país é dar acesso ao mercado de investimentos de alto risco com alto potencial de retorno a pequenos poupadores pessoas físicas – de um lado – e mais acesso às startups a financiamento não bancário. Portanto, a base disso tudo é que haja pulverização do investimento, tanto no que diz respeito à quantidade de investidores quanto ao valor médio investido.³⁰

Ora, pode-se dizer, então, que “*no financiamento coletivo em que são oferecidos títulos representativos de participação societária da investida àquelas pessoas que desejam investir por meio dessa modalidade*”³¹, estamos diante do *Equity Crowdfunding*.

Destarte, extrai-se dos trechos supracitados que aos investidores, em contrapartida ao investimento aportado, lhes são oferecidos, basicamente, “*participação nos resultados que o projeto possa dar ou mesmo uma participação direta nas quotas ou ações da empresa, caso uma seja efetivamente constituída*”.

Por isso, *Belleflamme, Lambert e Schwienbacher* explicam:

Que esse modelo funciona a partir do chamamento de indivíduos para dar dinheiro a um determinado empreendimento em troca de uma parte dos lucros ou até mesmo a compra de valores mobiliários emitidos pela empresa, podendo ou não a entrega de dinheiro pelos apoiadores estar atrelada ao consumo do resultado do projeto investido, de forma que esse modelo de *Crowdfunding* aproxima-se em muitos às formas tradicionais de investimento em empresas.³²

³⁰ MARQUES, Rafael Younis, **Notas conversíveis no Equity Crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**, Coleção Academia-Empresa 14. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 48.

³¹ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, **Direito das Startups**, São Paulo: Saraiva Jur, 2018, p. 113.

³² BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A., ob. cit., p. 3.

Por oportuno, tendo em vista que as empresas se financiam, genericamente falando, por meio de *Equity*³³ e *Debt*³⁴, quando a contrapartida oferecida aos investidores se materializa em *Equity*, Wolson nos ensina que:

Os captadores de recursos oferecem porcentagem da propriedade do projeto ou da empresa, quando forem concretizados, a fim de que os financiadores neles invistam, dando-se, assim, aos apoiadores a chance de lucrarem com o sucesso dos empreendimentos financiados, embora eles também corram o risco pelo insucesso do projeto.³⁵

Assim sendo, de acordo com os ensinamentos de *Heminway* e *Ahlers*, conforme citado por Clara Martins Pereira:

O financiamento colaborativo de capital pode ser caracterizado como uma figura híbrida que reúne simultaneamente características do *crowdfunding* (a utilização de plataformas electrónicas), e elementos presentes em formas mais tradicionais de financiamento (a emissão de uma oferta pública)³⁶ – e que pode merecer, em determinadas circunstâncias, um tratamento jurídico mais favorável do que é aplicável à generalidade das ofertas públicas³⁷. Por este motivo, o mercado do financiamento colaborativo de capital de cada ordem jurídica é altamente influenciado pelo regime jurídico que lhe é aplicável.³⁸

Logo, diante dos apontamentos acima referenciados no tocante à parte conceitual do *Crowdfunding* de Capital, passaremos adiante a tratar das particularidades desse sistema de financiamento nos ordenamentos brasileiro e português.

³³ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 33, vide nota 25: “*Equity* não requer a concessão de garantias e oferece ao investidor alguma forma de participação no empreendimento. A participação do investidor nos lucros do empreendimento, assim como a disposição de seus ativos, ocorre de maneira proporcional com base no percentual que ele detém no negócio”.

³⁴ Idem, ibidem, “*Debt* é uma modalidade de financiamento envolvendo um instrumento que contém juros, normalmente um empréstimo, cujo pagamento está apenas indiretamente relacionado às vendas e ao lucro do empreendimento. Tipicamente, esse financiamento (também conhecido por financiamento garantido por ativos) requer que algum tipo ativo (tal como carro, casa, planta fabril, máquinas ou terreno) seja utilizado como garantia (...)”

³⁵ WOLSON, Stephen Manuel, ob. cit., p. 41.

³⁶ HEMINWAY, Joan MacLeod, **Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”**, Rochester, NY: Social Science Research Network, 2014, disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=2435757>, acesso em: 29/01/2016, apud, PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016, p. 21.

³⁷ AHLERS, Gerrit K.C. et al, Signaling in equity crowdfunding, 2012, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2161587>, apud, PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016, p. 21.

³⁸ PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016, p. 21.

Capítulo 2

O presente capítulo tem como propósito tratar do *Equity Crowdfunding* à luz do Direito Brasileiro trazendo aspectos relevantes no tocante à sua regulamentação e que, portanto, devem ser observados para que haja a concretização dessa modalidade de financiamento coletivo, senão vejamos.

2. O *Equity Crowdfunding* no Brasil

O *Equity Crowdfunding* foi regulamentado no Brasil apenas em 2017, com a Instrução da CVM nº 588 de 13 de julho. No entanto, antes mesmo da sua efetiva regulamentação, e foi por tal motivo que a presente modalidade de financiamento coletivo foi criada, algumas plataformas já atuavam no mercado³⁹, definindo suas próprias regras no desempenho e operacionalização da atividade, despertando, assim, o engajamento dos órgãos reguladores do Brasil para discipliná-la.

Assim, antes mesmo do *Crowdfunding* de Investimento ser disciplinado no mercado brasileiro, as plataformas que até então já atuavam, lidavam com problemas constantes a fim de evitar que as emissões nelas ocorridas fossem enquadradas como oferta pública, tornando, assim, o processo bastante complexo, já que a regulamentação desta é regida pela Comissão de Valores Mobiliários, que prevê regras extremamente rígidas, além de custoso para as próprias plataformas e sociedades investidas – via de regra, *startups* – que por estarem em uma fase embrionária, dificilmente conseguiriam suportar tais despesas por um período prolongado.

Nesse sentido, para afastar tal enquadramento, as plataformas buscavam ante à Comissão de Valores Mobiliários uma dispensa que, por não apresentarem as peculiaridades exigidas para seu registro como uma oferta pública⁴⁰, era, na maioria das vezes, aceita por tal entidade.

³⁹ Porém, tal prática era adstrita às empresas enquadradas nas regras do Simples Nacional (sistema de tributação simplificada), ou seja, empresas com faturamento de até R\$ 3,6 milhões ao ano.

⁴⁰ Que, à época, nos termos do Art. 2º da Instrução nº 400/2003 da CVM assim disciplinava: “Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou

Corroborando o ora expressado, *Feigelson, Nybo* e *Fonseca* lecionam:

Que a preocupação até então residia no fato de que todo o mecanismo de *equity crowdfunding* fosse baseado em exceções à regra geral, em vez de ter um instituto próprio. As instruções que serviam como base para o *equity crowdfunding* brasileiro permitiam a dispensa automática de registro de uma emissão na CVM caso fosse realizada por Empresas de Pequeno Porte (EPPs) e Microempresas (MEs).⁴¹

Destarte, foi por tais circunstâncias e em observância às práticas até então adotadas pelo mercado a nível mundial⁴² que a Comissão de Valores Mobiliários Brasileira disciplinou a matéria criando a Instrução nº 588/2017.

2.1. A Regulamentação do *Crowdfunding* no Brasil e seus Desdobramentos ante às Inovações advindas da IN nº 588/2017 da CVM

Como já exposto no decorrer do presente trabalho, o *Equity Crowdfunding* encontra-se desde 2017 regulamentado no Brasil pela Instrução da CVM nº 588 trazendo consigo inúmeras inovações para o mercado de capitais brasileiro. Ademais, foi criada com o propósito de regular a oferta pública de distribuição de valores mobiliários⁴³ emitida por sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo em proteção aos possíveis investidores, o que pode ser corroborado nos termos do Art. 1º⁴⁴ da citada instrução.

constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução. “

⁴¹ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, ob. cit., p. 27.

⁴² Alguns países já haviam disciplinado e regulamentado o *Equity Crowdfunding*, como: Estados Unidos, Portugal, Reino Unido, França, Itália e demais.

⁴³ Nos termos do art. 2º da Lei 6.385/1976, de acordo com as alterações trazidas pela Lei nº 10.303/2001, são considerados valores mobiliários: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

⁴⁴ “Art. 1º. Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades”.

Assim, nos termos do Art. 2º, inciso I da Instrução em referência, o *Crowdfunding* de Investimento é definido como a “captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução”.

Em interpretação ao artigo supracitado, Cesar Carvalho conceitua, à luz da legislação brasileira, a presente modalidade de *Crowdfunding*, senão vejamos:

O financiamento participativo de investimento, que, ao fazer uso de plataformas constituídas em ambiente digital, permitem a captação de recursos do mercado em geral, ao intermediarem, de maneira simples, rápida e pouco onerosa, o investimento desse mercado na empresa beneficiária, por meio da emissão e subscrição de valores mobiliários.⁴⁵

Dito isto, cumpre esclarecer que a primeira ressalva que deve ser extraída da presente Instrução se refere ao âmbito e finalidade de sua regulação. Assim, nos termos do §2º⁴⁶ do Art. 1º, encontra-se fora do seu escopo a regulação da atividade de empréstimos concedidos por pessoa física a pessoas físicas ou jurídicas através de rede mundial de computadores ou outro meio eletrônico que não envolva a emissão de valores mobiliários, como, por exemplo, as outras modalidades de *Crowdfunding* estudadas anteriormente.

Por oportuno, visando facilitar a compreensão do assunto, alguns conceitos merecem ser aqui replicados, como a definição de valores mobiliários e de oferta pública na perspectiva do Direito Brasileiro.

Sendo assim, valores mobiliários deve ser compreendido como “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros⁴⁷”, sendo, portanto, de competência da Comissão de Valores Mobiliários a fiscalização permanente das

⁴⁵ CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de, **Equity Crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação**, Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, São Paulo, v. 20, n. 78, out.-dez., p. 47-76, 2017, p. 50.

⁴⁶ “§2º Esta Instrução não regula a atividade de empréstimos concedidos por pessoas físicas a pessoas físicas ou jurídicas por meio da rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, que não envolva a emissão de valores mobiliários”.

⁴⁷ Conceito extraído da Lei n.º 10.303/2001 que alterou o artigo 2º, inciso IX, da Lei n.º 6.385/76.

atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários, a exemplo da sua respectiva emissão e distribuição.

Em paralelo, a oferta pública de distribuição de valores mobiliários é regulada, em linhas gerais, pela Lei 6.385/1976 e pela Instrução nº 400/2003 da CVM, e se caracteriza por ser o “a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”⁴⁸ quando ofertados ao público. Logo, é o “processo de colocação, junto ao público, de um certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas”⁴⁹.

Antes da matéria ser efetivamente regulamentada por tal instrução, algumas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, apesar de ser, em regra, imprescindível seu prévio registro na CVM, já havia em certas circunstâncias a previsão de dispensa de tal registro, como era o caso das ofertas emitidas por Empresas de Pequeno Porte e Microempresas⁵⁰.

Sendo assim, com o advento da Instrução nº 588 da CVM e com a consequente regulação do *Crowdfunding de Investimento*, a primeira premissa para a prática de tal modalidade de financiamento coletivo é que a emissora da oferta pública de distribuição de valores mobiliários seja enquadrada como uma sociedade empresária de pequena porte⁵¹ assim compreendida como a que apresente receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.

⁴⁸ Nos termos do artigo 19, §§ 1º e 3º da Lei 6.385/1976, corroborado pelo art. 3º, da Instrução CVM 400. Ao contrário, o Art. 2º, §1º da IN 588 CVM dispõe que “não se considera como oferta pública de valores mobiliários o financiamento captado por meio de páginas na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, quando se tratar de doação, ou quando o retorno do capital recebido se der por meio de: I – brindes e recompensas; ou II – bens e serviços”.

⁴⁹ Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html, acesso em 20/03/2020.

⁵⁰ Nos termos do Art. 5º, inciso III da IN nº 400/2003 da CVM, que posteriormente foi revogado pela IN nº 588/2017 da mesma entidade reguladora.

⁵¹ “III – **sociedade empresária de pequeno porte**: sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com **receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta** e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM”. Ademais, prevê o §3º do artigo em comento que: “Na hipótese da sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta”.

Em seguida, outro ponto que merece destaque na instrução em comento diz respeito à forma de distribuição da oferta pública. Nesse sentido, a legislação é clarividente ao dispor, como *conditio sine qua non*, que a emissão da oferta pública deve ocorrer por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo que, nos termos do inciso II⁵² do Art. 2º da IN nº 588 da CVM, é aquela que realiza suas operações, exclusivamente, através de uma página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores, devendo ser constituída no Brasil, registrada na CVM e devidamente autorizada por esta para exercício de tal atividade. Sobre tal ponto, passaremos a tecer maiores comentários a seguir.

Ademais, outro ponto crucial que deve ser extraído da instrução que disciplina a matéria em comento se refere à dispensa de registro da oferta pública na Comissão de Valores Mobiliários. Como já exposto no decorrer do presente trabalho, é imprescindível, como regra geral, o registro de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários na CVM. No entanto, a depender de certas peculiaridades, tal entidade regulatória pode autorizar automaticamente a dispensa do registro, como é o caso da oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitida por sociedade empresária de pequeno porte, desde que preenchidos requisitos pré-definidos e enumerados no art. 3º da Instrução, conforme será oportunamente esmiuçado.

Destarte, além dos requisitos acima relatados, para fins de caracterização do *Crowdfunding* de Investimento no Direito Brasileiro e do consequente enquadramento da oferta como pública, Otávio Yazbek nos ensina que:

O público para o qual a oferta estará sendo dirigida possui conotação mais determinante na caracterização do tipo de oferta, do que, propriamente, os meios utilizados para sua divulgação, como poderia parecer à primeira vista. Evidentemente que os meios de divulgação da oferta também serão considerados para a avaliação do tipo de oferta, porém, a coletividade de pessoas, para a qual a oferta está sendo dirigida, será determinante para enquadrá-la como pública, com esforços restritos, ou privada, justamente pelo tipo de proteção ao mercado e fiscalização exigida para cada caso⁵³.

⁵² “II – **plataforma eletrônica de investimento participativo (“plataforma”)**: pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e **registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade** de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, **exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico** que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores”.

⁵³ YAZBEK, Otávio, **Em busca de um regime para os private placements no Brasil – Ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos**, In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.), *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*, São Paulo: Atlas, 2016, apud,

Logo, é imprescindível que a oferta de distribuição de valores mobiliários tenha como destinatários uma pluralidade de investidores, a fim de evitar o seu direcionamento a um grupo específico de pessoas, já que em tal circunstância perderia seu enquadramento como oferta pública, passando a ser qualificada como privada, o que, conseqüentemente, deixaria de sujeitar-se às regras da CVM e todas as considerações até então expostas perderiam seu fundamento, já que estaria de fora do escopo e incidência da instrução em comento.

2.1.1. A Dispensa de Registro da Oferta Pública

Como já brevemente exposto no presente trabalho, antes da matéria do *Crowdfunding* de Investimento ser regulamentada pela IN nº 588 da CVM, tal modalidade de financiamento coletivo, ainda que de forma incipiente, já era praticada no cenário brasileiro, com previsão em certos casos de dispensa de registro da oferta pública de valores mobiliários na Comissão de Valores Mobiliários, conforme previsto no art. 4º da IN nº 400 desta entidade reguladora.

Nesse sentido, “*ainda que passíveis de dispensa, cada uma das ofertas veiculadas nas plataformas dependeria de uma análise prévia da CVM, a ser solicitada pela startup ou pela intermediária (no caso, a própria plataforma)*”⁵⁴, o que inviabilizaria o procedimento inovador trazido pelo *equity crowdfunding*, “*seja pela necessidade de celeridade nas ofertas ou pela falta de recursos da startup para realizar tal procedimento*”⁵⁵, salvo quando tais ofertas tinham como emissoras sociedades de pequeno porte e microempresas assim definidas em lei, situações em que afastaria a necessidade de formulação de pedido individualizado de dispensa, ao que podia ser extraído do art. 5º, inciso III⁵⁶ da IN nº 400 da CVM.

No entanto, tais sociedades emissoras apesar de estarem afastadas da obrigatoriedade de registrar a oferta pública de valores mobiliários na CVM, deveriam limitar-se a captar recursos ao valor máximo anual de R\$ 2.400.000,00⁵⁷ (dois milhões e quatrocentos mil reais).

RIBEIRO, Rafael Pellegrini e FERREIRA, Mariana Martins Costa, **Alternativas de financiamento para startups: equity crowdfunding e títulos de dívida**, Revista Brasileira de Advocacia, vol. 2, jul.-set.2016, disponível em: http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RBA_n.02.12.PDF, acesso em 21/04/2020.

⁵⁴ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 54.

⁵⁵ Idem, ibidem.

⁵⁶ Revogado pela Instrução da CVM nº 588 de 13 de julho de 2017.

⁵⁷ Art. 5º, § 4º da IN 400 da CVM: “A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III do **caput** para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e

Assim, com a regulação da matéria pela Instrução nº 588 da CVM em 2017, tais disposições sofreram mudanças significativas, sobretudo, com a previsão do art. 3º de tal instrução, as quais passaremos a tratar.

Na ótica da atual instrução da CVM que versa sobre a matéria em comento, para que a oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitida por sociedades empresárias de pequeno porte através de plataformas eletrônicas de investimento participativo esteja automaticamente dispensada de registro na Comissão de Valores Mobiliários far-se-á necessário o cumprimento de diversos requisitos, conforme enumerados no art. 3º da citada instrução.

Sendo assim, primeiramente, a instrução define um valor máximo de captação de recursos por aquelas sociedades mediante plataformas eletrônicas, além de período máximo de durabilidade para tal captação, peculiaridades estas que devem ser previamente definidas à emissão da oferta. Assim sendo, as sociedades emissoras estão limitadas a captar recursos por tal modelagem de financiamento no valor máximo de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) dentro de um prazo não superior a 180 (cento e oitenta) dias. E ainda, caso a dispensa de registro de oferta pública já tinha sido utilizada no ano-calendário, deve-se ainda observar que o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não pode exceder o valor máximo definido pela Instrução⁵⁸.

Em seguida, importante esclarecer que a instrução proíbe a destinação dos recursos angariados para certas ocasiões, conforme previsto nas alíneas a, b e c do inciso V⁵⁹ do art. 3º da IN 588 da CVM, além de prever um período mínimo de desistência para o investidor, nos termos do inciso III⁶⁰ do citado artigo e um intervalo mínimo de 120 (cento e vinte) dias entre

quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses”, desde 2017 revogado pelo Art. 3º, inciso I da IN 588 da CVM.

⁵⁸ Conforme exposto no Art. 3º, inciso I em conjunto com o §3º do mesmo dispositivo, ambos da IN nº 588/2017 da CVM.

⁵⁹ “V – os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não podem ser utilizados para: a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades; b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades; ou c) concessão de crédito a outras sociedades”.

⁶⁰ “III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 (sete) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;”.

a realização de uma oferta e outra, contados da data de encerramento da oferta anterior que tenha logrado êxito, é o que estabelece o §4^{o61} do mesmo artigo.

Outra peculiaridade trazida pela Instrução em questão a fim de possibilitar a dispensa automática de registro da oferta na CVM diz respeito ao limite máximo do valor por investidor. Assim, nos termos do art. 4º da instrução, cada investidor só poderá aportar na sociedade, no máximo, R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, salvo nos casos de investidor líder⁶², qualificado⁶³ ou de investidores cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no caput pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário.

Ademais, ainda em virtude da flexibilização do registro da oferta, a IN nº 588 da CVM estabelece em seus arts. 5º e 11º, como requisitos imprescindíveis para tanto, que a distribuição da oferta pública de valores mobiliários seja realizada em uma única plataforma eletrônica de investimento participativo devidamente registrada na CVM, com expressa anuência dos investidores em relação aos riscos do investimento, exclusivamente em seu ambiente eletrônico, sendo facultada a divulgação de tal oferta pela sociedade emissora, plataforma e pelo investidor líder em outros meios específicos, desde que respeitados requisitos pré-estabelecidos, conforme dispostos nos parágrafos 1º⁶⁴ e 2º⁶⁵ do Art. 11 da citada instrução.

⁶¹ § 4º Não é admitida a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos desta Instrução pela mesma sociedade empresária de pequeno porte, por meio da mesma ou de outra plataforma, dentro do prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data de encerramento da oferta anterior que tenha logrado êxito.

⁶² Nos termos do Art. 2º, VI da IN 588 da CVM: “VI – investidor líder: pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo”, como forma de reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores.

⁶³ São caracterizados como investidor qualificado, conforme Art. 9º - B da IN 539 da CVM: “I – investidores profissionais; II – peessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados”.

⁶⁴ “§ 1º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte e ao investidor líder divulgar a oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução por meio de sua página na rede mundial de computadores e mídias sociais, desde que: I – não veiculem material publicitário; e II – veiclem somente a informação da existência da oferta e o direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, nos termos do art. 8º”.

⁶⁵ “§ 2º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte, ao investidor líder e à plataforma, seus sócios, administradores e funcionários divulgar e promover a oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede mundial de computadores, desde que observados os seguintes requisitos: I – as

2.1.2. O Papel das Plataformas Eletrônicas como Instituições Intermediárias

Outro ponto que merece atenção e maiores comentários diz respeito às plataformas eletrônicas de investimento participativo definida, nos termos do inciso II do Art. 2º da IN 588 da CVM como:

Pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.

A plataforma eletrônica é parte fundamental para a concretização do *Crowdfunding* de Investimento, já que é através desta que as sociedades emissoras realizam a oferta pública de distribuição de valores mobiliários a fim de captar recursos para impulsionar seu desenvolvimento. Nesse sentido, seu papel entre as partes envolvidas na relação, quais sejam, a sociedade emissora, *startups*, e os investidores é de suma importância, trazendo consigo especificidades que merecem ser esmiuçadas.

Primeiramente, cumpre esclarecer que a atividade de intermediação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro na CVM é privativa da plataforma eletrônica de investimento participativo, desde que devidamente registrada na CVM, é o que expressa o art. 12 da IN nº 588 desta entidade reguladora, e ainda, que esteja em conformidade com as disposições elencadas no art. 13 da instrução em comento.

Em seguida, também é de suma importância mencionar que as plataformas para exercício de tal atividade estão sujeitas à regras de conduta, com observância de diversos deveres⁶⁶, sobretudo, relacionados às informações que devem divulgar a respeito das ofertas que por meio delas são veiculadas.

Nesse sentido, as plataformas estão obrigadas a prestar sempre informações equitativas a todos os destinatários da oferta, ora investidores, a fim de garantir a estes a

informações transmitidas sejam consistentes com as informações da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma; II – não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da oferta; III – todas as comunicações sejam gravadas e passíveis de verificação e supervisão por parte da CVM; e IV – não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma”.

⁶⁶ As plataformas eletrônicas de financiamento participativo devem observar os deveres previstos na seção I (artigos 18 ao 27) da IN 588 da CVM.

veracidade, clareza e correção das informações prestadas pelas sociedades emissoras com o propósito de permiti-los uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta. Corroborando o ora expressado, deve agir com cautela e elevados padrões de diligência, a fim de assegurar aos investidores, conforme dispõe o art. 19, I, d, da IN 588 da CVM, que no contrato ou escritura lhes seja garantido, a seu critério, o direito de conversão dos valores mobiliários em participação na sociedade empresária de pequeno porte até o seu vencimento, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis. Sobre tal questão, iremos aprofundar a abordagem no decorrer do presente trabalho.

Ademais, além de todas as especificidades trazidas pela IN 588 da CVM, enquanto instituição intermediadora entre a sociedade emissora e os investidores, torna-se relevante analisarmos, ainda que brevemente, a natureza jurídica da relação existentes entre as partes envolvidas nesta cadeia. Assim, primeiramente no que se refere a relação existente entre os investidores e as plataformas de *Crowdfunding*, pode-se dizer estas atuam como provedores de conteúdo, já que sua função primordial é, segundo Caio Coelho:

Disponibilizar aos autores dos projetos um espaço eletrônico unificado, em que os potenciais apoiadores terão a certeza de encontrar projetos que buscam fundos por meio de *crowdfunding*. Seu serviço consiste, por um lado, em trazer o maior número de acessos possível à sua página, tornando-a atrativa aos potenciais autores de projeto e, por outro, em oferecer um ambiente seguro para que os apoiadores possam realizar suas transações⁶⁷.

Assim, “a relação entre a plataforma de *crowdfunding* e os apoiadores do projeto limita-se à garantia de seu acesso ao site e à segurança das informações e transações nele veiculadas”⁶⁸. Ademais, em certas situações, “as plataformas que recebem diretamente os valores dos apoiadores, até que os projetos atinjam o prazo estipulado para completar a angariação, tem a obrigação de manter em segurança o dinheiro dado pelos múltiplos apoiadores até que essa condição seja preenchida”⁶⁹, atuando, nesse intervalo, também como depositária, devendo tal relação ser regida pelos arts. 627 a 646 do Código Civil.

No tocante à natureza da relação firmada entre a plataforma e sociedade emissora, nesse caso, as *startups*, deve se ter em mente que, por um lado, salvo no que tange à prestação de serviços enquanto provedora de conteúdo, há também nessa relação a obrigação da

⁶⁷ COELHO, Caio Sasaki Godeguez, ob. cit., p. 125.

⁶⁸ Idem, p. 123.

⁶⁹ Idem, ibidem.

plataforma garantir a segurança do acesso e das informações que veiculam no sítio, devendo zelar por todas as informações e dados nele armazenados.

Em contrapartida aos serviços prestados aos investidores, que são desempenhados sem fins lucrativos, ou seja, assumem natureza gratuita, as plataformas de *crowdfunding* na relação com as *startups*, enquanto autoras dos projetos, atuam de maneira diversa, ao exigir destas algum retorno financeiro para veicular a oferta pública de valores mobiliários no seu sítio e, conseqüentemente, por servir de intermediadora com os investidores. Logo, podemos concluir que, nessas situações, “a atividade fim das plataformas de *crowdfunding* é, portanto, uma corretagem”⁷⁰, devendo ser regulada pelo art. 722 do Código Civil.

2.2. A Formalização do Investimento via *Equity Crowdfunding*: O Mútuo Conversível e as Debêntures Conversíveis

Como pôde-se depreender, até então, no decorrer do presente trabalho, o *Equity Crowdfunding* tem se mostrado um mecanismo eficiente para financiamento das *startups* como alternativa ao mercado tradicional de financiamento.

Nesse sentido, o título de dívida conversível tem sido um instrumento comumente utilizado no cenário mundial para formalização de captação de recursos, inclusive, via *Equity Crowdfunding*, para empresas em fase inicial de desenvolvimento, a exemplo das *startups*.

Com a Instrução da CVM nº 588/2017 a matéria do *Crowdfunding* de Investimento passou a ser regulamentada no Brasil tendo, como uma das premissas básicas, a emissão de oferta relativa, tão somente, a títulos representativos de dívida conversíveis, ficando de fora do escopo da instrução em comento os títulos de participação.

Em consonância ao supracitado, o art. 19, alínea “d”, da instrução acima referenciada prevê como obrigação das plataformas eletrônicas que seja garantido aos investidores, seja no contrato ou na escritura, o direito de conversão dos valores mobiliários em participação na sociedade empresária de pequeno porte até o seu vencimento, na hipótese de oferta de títulos representativos de dívida conversíveis.

Ora, pelo que se extrai do dispositivo acima citado e em consonância à legislação brasileira, são considerados títulos representativos de dívida conversíveis o instrumento do

⁷⁰ Idem, p. 126.

mútuo conversível e das debêntures conversíveis⁷¹. Assim sendo, através dessas duas modalidades de títulos de dívida conversíveis, cada uma com sua especificidade, conforme será adiante analisado, são garantidos ao investidor o direito de conversão da dívida em participação societária mediante à ocorrência de certos eventos previstos contratualmente.

No entanto, apesar de ser ainda recente a regulamentação do *Equity Crowdfunding* no Brasil, tem se tornado prática rotineira neste país a formalização da captação de recursos por esta modalidade de financiamento através da celebração entre o investidor e a sociedade investida do mútuo conversível.

Por oportuno, cumpre esclarecer que o modelo de mútuo conversível brasileiro, apesar de inspirado nas *convertible notes* americanas, vem se consolidando sob outra perspectiva. Conforme nos ensina Rafael Marques:

Nos EUA a prática de *equity crowdfunding* se dá por meio de aquisição de ações das *startups* ou por valores mobiliários conversíveis em *equity*, conhecidos por *convertible equity* ou *convertible security*. Por outro lado, no Brasil o que se tem verificado é a utilização no *equity crowdfunding*, de contratos de empréstimo conversíveis em *equity*, conhecidos por *convertible notes*.

(...)

As *convertibles notes* diferenciam-se um pouco dos *convertibles securities* por existir a possibilidade de o investidor cobrar da *startup* o repagamento do valor investido, nos termos contratuais, ou, ainda, converter o valor do investimento em *equity*, ao passo que na *convertible security* a única opção do investidor é a conversão do valor investido em *equity*⁷².

Assim, impende salientar que o mútuo conversível na ótica brasileira tem se materializado através de um contrato de mútuo⁷³ celebrado entre os investidores e a *startup* por um prazo pré-definido que poderá, a critério do investidor, ser quitado pela sua conversão em participação societária na *startup* ou mediante pagamento do mútuo acrescido de juros.

Em complemento ao exposto anteriormente, *Feigelson, Nybo* e *Fonseca* explicitam que:

⁷¹ A debênture conversível é enquadrada como valor mobiliário na perspectiva da Lei nº 10.303/01, que modificou o art. 2º, I, da Lei 6.385/76, o qual passou a ser redigido nos seguintes termos: “Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;”.

⁷² MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 23-24.

⁷³ Nos termos do art. 586 do Código Civil, o mútuo convencional é definido como “o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade”. Ademais, o art. 591 dispõe que: “Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual”.

Vigora nesse tipo de contrato a premissa de que, decorrido certo prazo ou diante da ocorrência de certos eventos previstos contratualmente, a dívida poderá ser convertida em participação societária, podendo ser considerada, teoricamente, uma obrigação subsidiária prevista no contrato – caso a obrigação principal não seja cumprida, recorre-se à obrigação subsidiária⁷⁴.

Nesse sentido, as plataformas eletrônicas brasileiras de investimento participativo têm formalizado a relação entre as *startups* e os investidores através do instrumento de mútuo conversível, mecanismo este que, como já relatado, prevê o direito de conversão como opção do investidor, podendo o *debt* vir ou não a ser materializado em *equity*.

Dito isso, pode-se dizer que a razão de utilizar-se desse instrumento no Brasil tem como principal fundamento “a sensação de limitação efetiva da responsabilidade dos investidores ao valor investido, já que estes investidores arrojados estão até dispostos a perder o valor investido em busca de uma alta taxa de retorno, mas não querem, em hipótese alguma, serem responsabilizados por obrigações da startup além do valor investido”⁷⁵.

Ora, nesses moldes, o instrumento do mútuo conversível tem se mostrado vantajoso para os investidores por lhes possibilitar o afastamento dos riscos inerentes à atividade da *startup* desde o início, “já que só passarão a integrar o quadro societário da sociedade emissora da oferta pública se assim optarem ou mesmo em casos específicos previstos contratualmente, via de regra, associados a uma situação de prosperidade”.⁷⁶

Nesse sentido, faz-se mister mencionar que a conversão do mútuo em participação societária é, em regra, uma opção do investidor, assumindo, portanto, nessa circunstância, natureza facultativa, bastando, tão somente, uma simples manifestação de vontade em assim proceder – a exemplo de um envio de uma notificação à sociedade emissora da oferta – porém, a conversão poderá assumir natureza obrigatória a depender da ocorrência de certos eventos discriminados contratualmente, como na hipótese de a “*startup* receber futuros investimentos com determinadas características, por exemplo, acima de um determinado valor, sob pena de o investidor perder esse direito de conversão”⁷⁷.

Corroborando o supracitado, como reflexo da conversão do mútuo em *equity*, Feigelson, Nybo e Fonseca enumeram como premissas básicas preferencialmente contempladas nos contratos de mútuo conversível:

⁷⁴ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, ob. cit., pp. 129-130.

⁷⁵ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 90-91.

⁷⁶ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, ob. cit., p. 130.

⁷⁷ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 78.

a) a obrigatoriedade da transformação do tipo societário para Sociedade por Ações (S.A.), por razões tributárias; b) a adoção de um Estatuto Social e Acordo de Acionistas, que podem figurar como anexos nos contratos ou, pelo menos, garantir certos direitos àquele investidor; c) que as ações conferidas aos investidores tenham direitos mínimos, como serem Ações Preferenciais conversíveis em ordinárias, por exemplo; d) que todos os atos sejam formalizados; e e) que seja dada quitação ao mútuo.⁷⁸

Impende salientar, ainda, ser comumente previsto nos instrumentos de mútuo conversível, ainda que só venham a ser materializados após a sua conversão em participação societária, a outorga de diversos direitos aos investidores, seja estes assumindo a posição simplesmente de mutuantes, o que é mais incomum, ou de sócios propriamente dito, forma esta mais corriqueira no ordenamento brasileiro.

Assim, em consonância ao acima exposto, tem-se frequentemente verificado nas notas conversíveis brasileiras a previsão de diversos direitos típicos de sócios garantido aos investidores, a exemplo, mas não se limitando a: direito de preferência na subscrição de novas quotas ou na ocorrência de certos eventos de liquidez da *startup*; direito de veto em certas deliberações sociais acerca da prática de determinados atos dos administradores e outros poderes de influência de gestão; direito de *tag along* (direito de venda conjunta) e *drag along* (obrigação de venda conjunta).

Por fim, em razão do até então relatado e diante da inexistência de normas específicas no ordenamento brasileiro versando sobre essas notas conversíveis, faz-se relevante questionar, sobretudo, pelas disposições contempladas nesses instrumentos quanto aos direitos típicos de sócios e poderes garantidos aos investidores, “*uma possível caracterização de uma sociedade de fato, o que, de per se, poderia acarretar a responsabilização dos investidores por obrigações da startup, risco esse que parece diminuto no caso das debêntures tipificadas*”⁷⁹, como as debêntures conversíveis em ações emitidas pelas Sociedades Anônimas, previstas na legislação brasileira nos termos do art. 57 da Lei nº 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas (a “LSA”), como será adiante tratado.

No tocante ao outro título representativo de dívida conversível previsto no Brasil, qual seja, a debênture conversível, podemos expressar que apesar de ser possível a concretização do *Equity Crowdfunding* sob tal instrumento, tal prática torna-se menos usual quando confrontada com a prática do mútuo conversível em razão, sobretudo, da maioria das *startups*

⁷⁸ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, ob. cit., p. 131.

⁷⁹ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 80.

serem constituídas sob o tipo de sociedade empresária do tipo limitada ou empresa individual de responsabilidade limitada, já que a constituição da sociedade anônima torna-se mais custosa, o que uma sociedade em estágio embrionário dificilmente suportaria, além de ser vedada a emissão de debêntures conversíveis por sociedades limitadas, sendo permitida, tão somente por sociedade anônimas.

Feito tais apontamentos, como sabido, as debêntures conversíveis estão previstas nos arts. 52 c/c 57⁸⁰ da LSA, ao dispor que a debênture pura e simples pode ser convertida em ações nas condições constantes da escritura de emissão. Nesse sentido, Tavares Borba nos ensina que:

As debêntures conversíveis asseguram a seu titular o direito de convertê-las em ações da empresa emitente. Cria-se uma opção para o debenturista: conversar a sua debênture até o vencimento ou adquirir ações da emitente mediante a “troca” de debêntures por ações. Pode-se, pois, vislumbrar na debênture conversível, além do direito de crédito, um direito à aquisição de ações da emitente, cujo preço será pago com o valor da debênture que, para tanto, será resgatada até mesmo antes do vencimento, isto é, na data da opção pela conversão.

(...)

Há, inclusive, um deslocamento do plano da relação. O debenturista, enquanto tal, é um credor da sociedade; ao transformar-se em acionista, torna-se participante da sociedade.⁸¹

Nessa ótica, com a conversão, a debênture é resgatada, extinguindo-se, portanto. Em contrapartida ao resgate, são emitidas ao debenturista, ora investidor, uma quantidade pré-definida de ações da sociedade emissora que, na perspectiva do *Equity Crowdfunding* brasileiro, deverá ser uma sociedade emissora de pequeno porte, assim enquadrada, a que apresente faturamento bruto anual de até R\$ 10.000.00,00 (dez milhões de reais), e ainda,

⁸⁰ “Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

“Art. 57. A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará: I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida; III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.

§ 1º Os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, observado o disposto nos artigos 171 e 172.

§ 2º Enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembléia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: a) mudar o objeto da companhia; b) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures”.

⁸¹ BORBA, José Edwaldo Tavares, **Direito Societário**, 17ª ed., São Paulo: Atlas, 2019, p. 309. Nesse mesmo sentido, ao entender que a opção de conversão é um direito exclusivo do debenturista, se posicionam: Carvalhosa (1979, p. 540); Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro (1979, v.1, p. 345); Waldecy Lucena (2009, p. 594). Em sentido contrário, Alfredo Lamy Filho (2007, p. 305).

constituída sob o tipo de sociedade anônima, já que a legislação brasileira, pelo menos a princípio, veda a emissão dessa modalidade de valor mobiliário por sociedades empresárias do tipo limitada.

Assim sendo, em decorrência da debênture conversível, se extrai dois direitos para o debenturista, o direito de crédito e/ou o de subscrição de ações da sociedade emissora. É importante mencionar que *“a debênture não é trocada por ações existentes na carteira da sociedade, mas sim por ações emitidas em consequência da conversão. O exercício da conversão determina a criação das ações, tratando-se, na verdade, de uma subscrição”*.⁸²

Por conseguinte, como reflexo da conversão da debênture, caso assim opte o investidor, deverá a sociedade emissora proceder com o aumento do seu capital social em nível equivalente ao correspondente às ações emitidas.

Ademais, por analogia ao mútuo conversível, em que a depender de certos eventos o mútuo deverá ser convertido de forma obrigatória, na emissão de debêntures conversíveis é possível que a conversão se opere em razão da previsibilidade da chamada “cláusula de resgate antecipado”, hipótese em que é facultada à sociedade emissora, quando lhe seja favorável, impor ao investidor, mediante certo prazo e sob pena de perdas substanciais, a conversão da debênture em ações, o que, se assim proceder, estar-se-á liberada a sociedade de juros elevados.

Logo, diante dos apontamentos feitos no presente tópico no que tange aos direitos típicos de sócios garantidos aos investidores no instrumento do mútuo conversível, passaremos a tratar se em decorrência dessa outorga, é possível que haja uma eventual caracterização de uma sociedade de fato formada entre a sociedade emissora da oferta pública do *Crowdfunding* de Investimento e os investidores, impactando sobre estes uma possível responsabilização pessoal ante às obrigações das *startups*.

2.3. A Prática Brasileira e o Risco de Caracterização de Sociedade de Fato entre os Investidores e a Sociedade Investida

O presente tópico pretende elucidar, ainda que brevemente, os possíveis desdobramentos em caso de eventual caracterização de uma sociedade de fato entre a sociedade emissora da oferta pública de valores mobiliários e os investidores, acarretando, a

⁸² BORBA, José Edwaldo Tavares, ob. cit., p. 310.

estes, ainda que enquanto detentores de notas conversíveis à converter – assumindo a posição até então de meros mutuantes – de serem responsabilizados pessoalmente diante das obrigações contraídas pela sociedade investida.

Nesse diapasão, o primeiro apontamento que se deve fazer diz respeito à tentativa de enquadramento das notas conversíveis brasileiras na perspectiva das sociedades comum ou regulares, de fato ou irregular. Como sabido, a sociedade em comum está tipificada no art. 986⁸³ do Código Civil e, nesses termos, deve ser entendida como aquelas que *“contratadas por escrito, têm os seus atos constitutivos inscritos, conforme o caso, no registro civil das pessoas jurídicas. Faltando o instrumento escrito ou a sua inscrição, a sociedade será considerada irregular ou de fato”*.⁸⁴

Assim sendo, ao confrontar tal entendimento com as notas conversíveis, não somos do parecer que este instrumento seja enquadrado como sociedade comum, por inexistir nas notas conversíveis não apenas a sua fase inicial de constituição, qual seja, a inscrição do contrato social no Registro Civil das Pessoas Jurídicas do local de sua sede, conforme prevê o art. 998 do Código Civil, mas também os demais requisitos enumerados no art. 997⁸⁵ do mesmo diploma legal⁸⁶.

No que tange à sociedade irregular, caracterizada como *“aquela que é constituída regularmente, inclusive registrada no órgão competente, e que adquire tal característica de irregularidade ao longo do tempo por não cumprir alguma disposição do seu ato constitutivo ou da lei”*⁸⁷, também não visualizamos as notas conversíveis nessa perspectiva, uma vez que nestas ainda não há constituição de uma sociedade propriamente dita, com sua respectiva inscrição no órgão competente.

⁸³ “Art. 986. Enquanto não inscritos os atos constitutivos, rege-se a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples”. A sociedade em comum pode ser enquadrada como sociedade irregular se, por exemplo, não registrar seu ato constitutivo após 30 dias da sua assinatura.

⁸⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares, ob. cit., p. 79.

⁸⁵ “Art. 997. A sociedade constitui-se mediante contrato escrito, particular ou público, que, além de cláusulas estipuladas pelas partes, mencionará: I - nome, nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos sócios, se pessoas naturais, e a firma ou a denominação, nacionalidade e sede dos sócios, se jurídicas; II - denominação, objeto, sede e prazo da sociedade; III - capital da sociedade, expresso em moeda corrente, podendo compreender qualquer espécie de bens, suscetíveis de avaliação pecuniária; IV - a quota de cada sócio no capital social, e o modo de realizá-la; V - as prestações a que se obriga o sócio, cuja contribuição consista em serviços; VI - as pessoas naturais incumbidas da administração da sociedade, e seus poderes e atribuições; VII - a participação de cada sócio nos lucros e nas perdas; VIII - se os sócios respondem, ou não, subsidiariamente, pelas obrigações sociais. Parágrafo único. É ineficaz em relação a terceiros qualquer pacto separado, contrário ao disposto no instrumento do contrato”.

⁸⁶ Nesse mesmo entendimento, MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 131.

⁸⁷ Idem, ibidem.

Por fim, em relação às sociedades de fato, as formadas “*pela mera expressão de vontade dos sócios de constituir uma sociedade e, efetivamente, as partes passem a praticar atos como se em sociedade estivessem organizadas, diferenciando-se, assim, das sociedades em comum, já que aqui não se pretende levá-la a registro, nem tampouco de sociedade irregular*”⁸⁸, ou seja, “*a sociedade sem contrato escrito, que já está exercendo suas atividades sem nenhum indício de que seus sócios estejam tomando providências necessárias à sua regularização*”⁸⁹, acreditamos ser possível a caracterização das notas conversíveis nessa ótica, pelas razões a seguir expostas.

Primeiramente, diante da possibilidade de conversão do mútuo em *equity*, caso assim optem os investidores, resta demonstrada a intenção destes em assim ingressar na sociedade emissora da oferta pública.

Ademais, o fato das notas conversíveis brasileiras outorgar aos investidores diversos direitos típicos de sócios, ainda que tão somente na posição de mutuantes, verifica-se, também, a prática de certos atos pelos investidores como se sócios fossem, passando estes, assim, a exercer, ainda que indiretamente, o controle da *startup* mesmo sem ainda figurar no seu respectivo quadro societário.

Nessa ótica, o que se deve concluir, segundo dispõe Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery é que:

As denominadas sociedades em comum, ou sociedades irregulares, ou sociedades de fato ou sociedades sem registro têm natureza de sociedade, por que nelas se identifica a *affectio societatis*, mas não são pessoas jurídicas, pois adquirem personalidade jurídica quando da inscrição de seus atos constitutivos no registro próprio e na forma da lei (CC 45), o que não ocorre na hipótese. Seus sócios respondem na forma do C.C. 990.⁹⁰

Destarte, seja qual for o “*status da sociedade, irregular, de fato ou em comum, a consequência é a ruptura ou a inexistência da personalidade jurídica e a consequente responsabilidade solidária de todos os sócios pelas obrigações sociais*”, nos termos do art. 990⁹¹ do Código Civil.

⁸⁸ Idem, ibidem.

⁸⁹ RAMOS, André Luiz Santa Cruz, **Direito Empresarial Esquematizado**, São Paulo: Método, 2011, p. 174.

⁹⁰ JUNIOR, Nelson Nery e NERY, Rosa Maria de Andrade, **Código Civil Anotado e Legislação Extravagante**, 2ª ed., 2003, editora RT, p. 519.

⁹¹ “Art. 990. **Todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais**, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade”.

Logo, a comprovação de uma sociedade de fato pode acarretar, “*em 100% dos casos, a responsabilidade pessoal dos sócios “ocultos”, já que em relação a eles inexistia o véu da personalidade jurídica, de modo a tornar a relação menos estável e segura do que uma sociedade de direito*”.⁹²

Destarte, diante dos apontamentos supracitados, alguns desdobramentos merecem ser expressados, sobretudo, no que diz respeito à responsabilização dos investidores ante às obrigações sociais assumidas pela *startup*.

Pois bem, primeiramente, cabe-nos avaliar se apesar de serem outorgados direitos típicos de sócios aos investidores através de notas conversíveis, como, por exemplo, direito de veto em deliberações sociais da *startup*, esses investidores, ainda na qualidade de mutuantes, exercem efetivamente o controle da sociedade investida.

Nesse perspectiva, a Lei das Sociedades Anônimas prevê em seu art. 116⁹³, alíneas *a* e *b*, que o controle é exercido quando a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, apresente certas peculiaridades, como ser titular de direitos de sócios que lhe assegurem permanentemente a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral; o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e o uso efetivo de seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Ora, em consonância a alínea *a* do artigo supracitado e como já relatado alhures, as notas conversíveis brasileiras costumam conferir as investidores direitos típicos de sócios, razão pelo qual se coloca em pauta o seguinte questionamento: a outorga desses direitos é suficiente para qualificar os investidores como sócios controladores, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404/76 (comumente designada por “Lei das Sociedades Anônimas”), e por via de consequência, responsabilizá-los sob a ótica do art. 117⁹⁴ da citada lei?

⁹² MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 147.

⁹³ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

⁹⁴ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

Em resposta a indagação acima exposta, é importante esclarecer não ser factível que o investidor que operacionaliza um investimento através de uma nota conversível, possa exercer o controle em comento, *“eis que não utiliza seu poder para controlar e dirigir os administradores da startup, ao contrário, costuma ter o veto em algumas decisões que possam colocar a empresa e /ou seu investimento em risco, em vez de quererem exercer qualquer controle na gerência do negócio”*⁹⁵.

Ademais, impende salientar ainda que o controle de uma sociedade não decorre sempre do *status* de sócio. Nessa ótica, se materializa o controle externo da sociedade, o qual *“não decorre do exercício do direito de voto, mas de fatores exógenos, como, por exemplo, de relações contratuais”*.⁹⁶

Desta feita, Rafael Younis nos ensina:

Não ser novidade que pessoas não membras de uma sociedade possam exercer o controle indireto dela e, portanto, nesse aspecto, as *convertibles notes* emitidas no *equity crowdfunding* prevendo algumas travas do investidor ao poder decisório não estão trazendo novidades para o mundo do Direito. Esses vetos estariam no mesmo nível de outras modalidades de controle não societário.⁹⁷

Assim, pelo exposto, entendemos que a mera outorga de direitos típicos de sócios aos investidores previstos em notas conversíveis não os qualificam como sócios controladores, já

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.

⁹⁵ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 137.

⁹⁶ EIZIRIK, Nelson, **A lei das S/A comentada**, 1ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2011, v. I, p. 666.

⁹⁷ MARQUES, Rafael Younis, ob. cit., p. 138.

que exercem, tão somente, o controle externo da sociedade investida, não havendo que ser responsabilizados pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder, nos termos do art. 117 da LSA, como se sócios controladores fossem.

Capítulo 3

O presente capítulo pretende elucidar os principais aspectos do Financiamento Coletivo de Capital no ordenamento português trazidos em decorrência da sua regulamentação pelas Leis n° 102/2015 e n° 3/2018 e com o regulamento da CMVM n° 1/2016, além de seus respectivos desdobramentos ante o direito societário.

3. O Financiamento Colaborativo em Portugal

De início, a fim de contextualizarmos a matéria, cumpre esclarecer que o Financiamento Colaborativo mesmo antes de sua efetiva regulamentação em 2015, já vinha, desde 2011, ainda que de forma incipiente, se mostrando presente no mercado português por meio da atuação de certas plataformas voltadas para esse fim.

Nesse sentido, foi em virtude da expansão desse tipo de financiamento no mercado e, sobretudo, dos problemas associados à inexistência de regulação específica ante os sujeitos intervenientes nesse processo e da consequente pressão da indústria nacional, conforme veremos a seguir, que em 24 de agosto de 2015 foi aprovada a Lei n° 102/2015 tendo como propósito a definição do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (o “RJFC”), posteriormente, em 05 de maio de 2016, em complemento a este e em consonância ao seu art. 23, a aprovação do Regulamento da CMVM n° 1/2016, tratando de normas regulamentares específicas em relação às modalidades de empréstimo e de capital e, por fim, em 2018, com a previsão do regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo em todas as suas modalidades, nos termos da Lei n° 3/2018. Nessa perspectiva, iremos tratar sem, no entanto, pretender exaurir a matéria, de algumas peculiaridades que julgamos relevantes para o presente trabalho, a seguir discutidas.

Dito isso, como será adiante esmiuçado, apesar da presente regulação da matéria em Portugal ter sido criada tendo como propósito, em linhas gerais, afastar problemas que antes da sua regulação eram marcantes, a exemplo, mas não se limitando a, estipular medidas na tentativa de minimizar os riscos de fraude atrelados à atividade e de perda do investimento pelos investidores, criar patamar máximo de investimento por estes, assim como definir deveres às sociedades gestoras da plataforma e aos beneficiários, dentre outros, algumas lacunas e problemas associados a esse tipo de financiamento colaborativo ainda permanecem, ante certas fragilidades e indefinições normativas, impactando, consequentemente, no

desenvolvimento e fomento da atividade no ordenamento português, pelas razões expostas oportunamente.

3.1. A Regulamentação do Financiamento Colaborativo de Capital: Uma Forma de Mitigação dos Riscos Associados à Atividade em Contrapartida as suas Vantagens

Primeiramente, quer-se esclarecer, no presente tópico, como exposto anteriormente, que a regulação do financiamento colaborativo, mais precisamente, do *equity crowdfunding*, enfrenta obstáculos de diversas origens, sobretudo, ante os investidores, já que neste tipo de financiamento estes aportam capital na sociedade investida esperando, em contrapartida, algum retorno de origem financeira que, muitas vezes, por ser um financiamento voltado tipicamente para PMEs e *startups*, empresas ainda em fase embrionária, cuja taxa de sucesso do negócio é relativamente baixa, não é, sequer, reembolsado.

Nessa perspectiva, além dos riscos de fraude ou de conflitos de interesse que podem decorrer da atividade de intermediação, pode-se apontar também riscos associados ao investimento em si, já que nessa modalidade de financiamento colaborativo estão em causa investidores não profissionais vulneráveis, portanto, à assimetrias informativas, por não gozarem de experiência e conhecimento suficientes para avaliar o negócio sendo, na maioria das vezes, motivados a investir por razões emocionais tendo como parâmetro, tão somente, informações veiculadas nas plataformas, sem qualquer verificação mais aprofundada. Sendo assim, por tais razões, os riscos são marcantes tanto na fase inicial do investimento, bem como na de governação da sociedade financiada, como se verá adiante, razão pelo qual devem ser implementadas medidas protetivas a tais investidores.

No tocante à fase inicial do investimento, é comum que os investidores sofram o risco de estimarem, de maneira equivocada, dada à assimetria informativa e respectiva inexperiência, o *valuation* da sociedade em que estão realizando o investimento e, consequentemente, da participação no capital social que fará jus em decorrência do capital nela aportado.

Ademais, ainda podemos apontar como risco aos investidores inerente a tal modalidade de financiamento a insuficiência de informações a eles disponibilizadas, a fim de que possam tomar decisões acertadas e esclarecidas, já que não realizam uma *due diligence* independente, confiando, basicamente, na avaliação feita por si, em decorrência das

informações disponibilizadas na plataforma, ou mesmo na avaliação feita pela entidade gestora, aumentando, com isso, as chances de sofrerem risco de fraude por acesso à informações que não correspondem à realidade do negócio em jogo.

Impende salientar, ainda, que a diversidade de investidores, por repercutir diretamente na diluição da participação societária dos investidores, associada à previsão a longo prazo para obtenção de lucros, também é um fator problemático nessa modalidade de financiamento, imputando, ao investidor, um problema de liquidez pois, *“sendo as sociedades investidas sociedades fechadas, com muito limitado mercado secundário, e tendo estas uma duração tendencialmente ilimitada, os investidores não têm qualquer garantia de desinvestimento, o que significa que, nesse caso, não terão retorno do capital investido”*⁹⁸. Tais razões justificam, muitas vezes, o desinteresse dos investidores no desempenho da sociedade investida, ainda mais, em razão de estar em causa um investimento realizado à distância, via plataformas eletrônicas, em que não há, basicamente, interação alguma entre os gestores da sociedade beneficiária e os investidores, provocando, assim, problemas de agência na governação da sociedade investida.

De fato, a governação das sociedades visa disciplinar regras atinentes à administração e controle da sociedade como forma de mitigar os problemas de agência vivenciados pelos sócios e gestores da sociedade, já que na maioria das vezes, a administração desta é exercida por pessoas que não ocupam o *status* de sócio, originando, assim, além de uma assimetria informativa entre eles, num conflito de interesses, uma vez que os objetivos podem não coincidir harmonicamente. Assim, os problemas de agência *“são tanto mais proeminentes quanto menores forem os incentivos dos sócios para monitorizarem a gestão. Já esses incentivos são, por sua vez, tanto menores quanto mais dispersa for a estrutura acionista da sociedade (tanto em termos de capital, como em termos geográficos)”*⁹⁹.

Destarte, tendo em vista que o financiamento colaborativo de capital, em virtude do direcionamento da oferta a uma diversidade de investidores, desencadeia a formação de uma sociedade com um quadro societário disperso, apresentando, conseqüentemente, capital social pulverizado, pode-se dizer que os investidores neste tipo de financiamento gozam de ínfimos

⁹⁸ CORDEIRO, Antonio Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo; DUARTE, Diogo Pereira, **FinTech Desafios da Tecnologia Financeira**, Lisboa: Almedina, 2017, DUARTE, Diogo Pereira, **Financiamento Colaborativo de Capital (equity crowdfunding)**, p. 264.

⁹⁹ PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016, p. 29.

incentivos para exercer seu direito de voto de modo informado e de mecanismos escassos para se relacionar com outros investidores e, afastando, assim, o direito de voto como meio de controle e acompanhamento efetivo da sociedade, em razão do exercício desse direito está intimamente relacionado à circunstâncias específicas, atreladas a sócios com interesse econômico relevante no destino da sociedade e com participações societárias expressivas.

Assim sendo, pode-se concluir que a assimetria informacional, a falta de experiência dos investidores, atrelado ao fato do processo ocorrer integralmente à distância, via *online*, onde as disposições contratuais são padronizadas pelas plataformas, sem que haja a previsão de mecanismos de proteção e liquidez aos investidores, além da inexistência de barreiras à entrada, são “condições que promovem a existência de um “*lemons problem*” no âmbito do *equity crowdfunding*”.¹⁰⁰

Ante os problemas enumerados, é preciso compreender que o investimento em sociedades por meio do *Equity Crowdfunding* apresenta vantagens diversas para os sujeitos intervenientes nesse processo, seja para a sociedade investida, as entidades gestoras das plataformas e os investidores.

Nesse sentido, impende salientar que essa modalidade de financiamento, como já exposto no decorrer do presente trabalho, torna-se, primeiramente vantajosa para as sociedades beneficiárias, tendo em vista que estas, por serem empresas em fase inicial de desenvolvimento, dificilmente teriam acesso ao mercado tradicional de financiamento.

Em seguida, também podemos apontar como vantagem atrelada à presente modalidade de financiamento colaborativo ao sujeito interveniente em questão o fato de não incorrerem nos custos elevados do lançamento da oferta nem dos subjacentes ao cumprimento de deveres de informação, assim como de não terem que sofrer o risco do negócio sozinha, já que em decorrência do aporte de capital pelos investidores, são a eles oferecidas participações societária na sociedade investida, além de em caso de insolvência, não terem a obrigatoriedade de reembolsar o capital investido, são algumas das vantagens que julgamos conveniente à sociedade investida em recorrer a tal modalidade de financiamento.

No tocante ao investidor, apesar de ser o sujeito que mais suporta os riscos enumerados do *Equity Crowdfunding*, também extrai vantagens deste, sobretudo, em razão de ter acesso à informação com maior facilidade e menor custo, que nem sempre, como já

¹⁰⁰ AKERLOF, George, **The Market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism**, 1979, apud, LOPES, Inês Dias, **Equity crowdfunding: a governação da sociedade financiada**, Dissertação (mestrado), Universidade Católica Portuguesa, 2016, p. 21.

mentionado, significa ser informação segura e que expressam a realidade do negócio, mas que, no geral, proporciona sua entrada no mercado, proporcionando uma maior “democratização” pela rede de investidores formada, aumentando, consequentemente, a concorrência, uma vez que *“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”*.¹⁰¹

Acresce, ainda, no que diz respeito às entidades gestoras das plataformas eletrônicas, o financiamento colaborativo de capital também propicia a estas vantagens expressivas, na medida em que se sujeitam a deveres regulatórios mais brandos, salvo se estas atuarem como intermediárias financeiras – em que estariam sujeitas a ônus e deveres subjacentes a essa atividade –, além de não estarem adstritas ao princípio do *full disclosure*, nem no aconselhamento do investimento e na verificação da capacidade técnica dos investidores.

Por fim, apesar dos riscos apontados, em razão da inaplicabilidade dos mecanismos de tutela do sistema financeiro, é indubitável os benefícios que o *Crowdfunding* de Capital vem trazendo para a economia e para a sociedade como um todo, no entanto, é de suma importância que haja uma regulação voltada, sobretudo, à adoção de medidas protetivas ao investidor, a fim de minimizar as fragilidades apontadas (fraude, assimetria informativa, risco de utilização indevida de dados pessoais), sob pena das virtudes do instituto serem convertidas em situações de fracasso.

Assim, após realizados tais apontamentos em relação aos benefícios do Financiamento Colaborativo de Capital e, em contrapartida a estes, dos riscos que lhes são inerentes, passaremos a tratar efetivamente da regulação deste meio de financiamento em Portugal, do esgotamento dos problemas que antes da sua regulamentação eram marcantes e das lacunas que ainda permanecem e merecem ser revisitadas pelo legislador português.

3.2. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo de Capital e suas Peculiaridades

¹⁰¹ 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, p.4, acesso em 10/06/2020.

Como já mencionado no presente trabalho, o Financiamento Colaborativo em todas as suas modalidades foi regulado em Portugal em 2015 pela Lei n° 102/2015 e posteriormente, em 2018, complementado pela Lei n° 3/2018, ao tratar do regime sancionatório em caso de eventuais transgressões das disposições contidas na primeira lei citada e, no tocante às modalidades de capital e empréstimo, ainda pelo Regulamento da CMVM n° 1/2016.

Nesse sentido, através do presente tópico, iremos tratar de alguns pontos que julgamos relevante ao *Equity Crowdfunding*, analisando, como isso, a tratativa que o legislador português deu a algumas questões problemáticas anteriormente apontadas que esse instituto sofria antes de sua efetiva regulação, traçando, com isso, algumas críticas construtivas à legislação em vigor.

O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo define, em seu art. 2°, o *Crowdfunding*, em sentido amplo, como “*o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais*”. Nessa aceção conceitual, consideramos que o legislador português foi pouco assertivo, tendo em vista algumas dúvidas suscitadas ante à parte final da definição.

Nesse sentido, a primeira consideração que entendemos ser plausível diz respeito a própria criação de um conceito em si para tal espécie de financiamento, já que trata-se de um instituto recente, ainda em constante mutação, sobretudo tecnológicas, para traçar elementos específicos de caracterização.

Ademais, também não entendemos factível prever regras específicas no tocante à certas modalidades do financiamento colaborativo que, a exemplo de recompensa e doação, até então, nunca foram objeto de reais problemas, como os já suscitados anteriormente em relação *Crowdfunding* Financeiro, assim compreendido o de empréstimo e de capital, em que há efetivamente um investimento a ser realizado.

Em seguida, pelo que se extrai do conceito legal de financiamento colaborativo, não entendemos pertinente o enquadramento realizado pelo legislador português ao dispor que a proveniência dos recursos advém de um ou vários investidores individuais. Nessa perspectiva, duas considerações merecem ser realizadas.

Inicialmente, pelo exposto, dar-se a entender que o financiamento colaborativo na ótica portuguesa estaria limitado à angariação de recursos provenientes, tão somente, de investidores individuais, ficando, a princípio, de fora do escopo deste meio de financiamento os aportes realizados por pessoas coletivas, investidores institucionais, a exemplo de bancos,

fundos de investimento e seguradoras, e/ou qualificados¹⁰², entendimento este que não deve prosperar, já que o próprio Regulamento nº 1/2016 da CMVM faz menção a tais tipos de investidores em questões relacionadas a limites diferenciados de investimento tendo como base o perfil do investidor, conforme previsão disposta no art. 12º, nº 2, alínea c, do citado regulamento. Corroborando o ora expressado, “*a única solução que parece fazer sentido, deste modo, é a restrição dos investimentos realizados por organismos de investimento coletivo*”.¹⁰³

Impende salientar, ainda, no tocante à parte final da disposição legal supracitada, que a menção a “*um ou vários investidores individuais*” desvirtua por completo um dos principais aspectos caracterizadores do presente fenômeno. Ora, diante do exposto alhures, como extraído da própria nomenclatura, *crowd* significa multidão, e é através dessa perspectiva que o instituto tem se consolidado no mundo, tendo como premissa básica o financiamento de entidades, atividades ou projetos através da captação de recursos oriundos da multidão, ou seja, de um número indefinido de pessoas. Sendo assim, não cabe falar-se em “um ou vários” investidores, já que, se assim o fosse, deixaria de ser um meio de financiamento destinado ao investimento do público, que assim se corrobora por se concretizar por meio de uma plataforma eletrônica, acessível por meio da *internet*, portanto, por um número invariável de pessoas, razão pelo qual também entendemos descabida tal disposição legislativa.

Após tecermos breves comentários a respeito da definição legal de Financiamento Colaborativo, passaremos a tratar, precisamente, do *Crowdfunding* de Capital na perspectiva do ordenamento português, previsto no art. 3º, alínea c, do RJFC. Nesse sentido, o financiamento colaborativo de capital deve ser compreendido como o fenômeno “*pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros*”.

Diante do conceito supra, cumpre ressaltarmos que a contrapartida oferecida aos investidores em razão do aporte realizado na entidade financiada não pode ser caracterizada tão somente como uma mera remuneração, mas sim pelo *status* de sócio que adquire em decorrência do investimento feito, recebendo, para tanto, uma participação no capital social da investida, dividendos ou lucros.

¹⁰² Nos termos do art. 30 do Código de Valores Mobiliários.

¹⁰³ BELEZAS, Fernando, **Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo**, Almedina: Coimbra, 2017, p. 55.

Em paralelo a tal apontamento e que, portanto, encontra-se subjacente, é de se esclarecer que, em sendo oferecido aos investidores partilha de lucros, recebimento de dividendos ou participação social, por via de consequência, há se concluir que os beneficiários de tal modalidade de financiamento devem ser pessoas coletivas, já que as pessoas singulares não têm capacidade para realizar o lançamento de uma oferta nesses termos, o que, portanto, contraria a disposição legal contida no art. 7º, nº 1 do RJFC, ao prever, de forma genérica, sem quaisquer ressalvas, que podem utilizar as plataformas eletrônicas de financiamento com o intuito de angariação de fundos, quaisquer pessoas, sejam elas singulares ou coletivas, razão pelo qual, como vimos, não é pertinente ao *equity crowdfunding*.

Ainda nesse contexto, a legislação portuguesa dispõe que aos investidores dessa modalidade de financiamento colaborativo são oferecidas contrapartidas de natureza diversa, que podem se concretizar em participações no capital social da investida, distribuição de dividendos e partilha de lucros. Ora, apesar de vigorar no ordenamento português o princípio da atipicidade dos valores mobiliários, não vislumbramos outra maneira de investidores adquirir direitos correspondentes à partilha de lucros e distribuição de dividendos senão mediante aquisição de participações sociais, sendo, portanto, tais direitos inerentes à condição de sócio/acionista, a depender do tipo societário em jogo. Assim, nessa ótica, julgamos conveniente mudanças, seja do ponto de vista societário ou a nível de revisitações do próprio RJFC, a fim de evitar contrassensos entre as legislações em vigor.

Ademais, em razão do financiamento colaborativo ter como uma das premissas básicas o *crowd*, ou seja, a angariação de fundos através da multidão, e, mais precisamente, em razão do *equity crowdfunding* envolver a emissão de valores mobiliários, há de se ter em mente que as ofertas de valores mobiliários realizadas através de plataformas eletrônicas de financiamento colaborativo devem, ao nosso ver, ser qualificadas como ofertas públicas¹⁰⁴. Assim sendo, como regra, “*tais ofertas encontram-se sujeitas ao dever de intermediação obrigatória e ao regime do prospeto, salvo derrogação legislativa*”¹⁰⁵, salvo na hipótese prevista no art. 111º, nº 1, do CVM, em que as sociedades emitentes estarão desobrigadas de

¹⁰⁴ Nos termos do art. 109 do Código de Valores Mobiliários.

¹⁰⁵ CÂMARA, Paulo, **Manual de Direito de Valores Mobiliários**, Coimbra: Almedina, 3ª ed., 2016, p. 591.

publicação e registro de prospeto¹⁰⁶, assim como de intermediação obrigatória (art. 113, n° 1, do CVM).

Nesse sentido, tendo em vista o rigor das regras do mercado de capitais pelas disposições contidas no regime do CVM e dos custos que lhes são subjacentes, “*sem prejuízo dos demais deveres legais existentes, o que bastaria para inutilizar o modelo de negócio de uma plataforma de equity crowdfunding, que se caracteriza pelo baixo custo imposto aos empreendedores para obter financiamento*”¹⁰⁷ e, em paralelo, visando fomentar esse novo meio de capitalização das sociedades e de simplificar o processo de angariação de fundos sob tal meio, foi que o legislador português limitou o valor das ofertas de distribuição de valores mobiliários via plataformas eletrônicas, seja isoladamente ou em conjunto com outras ofertas realizadas nos últimos doze meses, até 5.000.000,00 (cinco milhões de euros), conforme previsto no art. 19° do Regulamento n° 1/2016 da CMVM, adiante esmiuçado.

Em que pese a desobrigação da publicação e registro de prospeto pelas sociedades emitentes de ofertas públicas de valores mobiliários via plataforma eletrônica, dentro dos limites legais, o legislador português contemplou no RJFC a substituição dessa imposição “*pelo dever de disponibilização às entidades gestoras das PFC pelos beneficiários do IFIFC, um documento menos complexo e oneroso, contendo “as informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo*”¹⁰⁸, conforme previsto no art. 16°, n° 1 do Regulamento n° 1/2016 da CMVM.

Ora, em sendo as ofertas de valores mobiliários realizadas por meio de plataformas eletrônicas enquadradas como públicas, portanto, parece-nos que as sociedades emitentes, no caso do *equity crowdfunding*, as sociedades beneficiárias do financiamento colaborativo, por efeito da realização da oferta, devem ser tipificadas como sociedades abertas¹⁰⁹ ao investimento do público, já que a legislação portuguesa do *equity crowdfunding* não excepcionou a aplicabilidade do regime das sociedades abertas a esta modalidade de financiamento. Sobre tal questão, iremos tecer maiores comentários no que tange aos desdobramentos desse enquadramento à luz do financiamento colaborativo de capital.

Nessa ótica, é importante destacar que o enquadramento das sociedades emitentes de tais ofertas como sociedades abertas decorre do confronto das disposições previstas no art.

¹⁰⁶ Art. 134° e 135° do Código de Valores Mobiliários.

¹⁰⁷ COUTO, Ana Sá e COLAÇO, Frederico Romano, ob. cit., p. 133.

¹⁰⁸ BELEZAS, Fernando, ob. cit., p. 57.

¹⁰⁹ Assim definida nos termos do art. 13°, n° 1 do Código de Valores Mobiliários.

111º, nº 1º com o art. 13º, ambos do CVM. Ora, pelo exposto acima, impõe-se não apenas às sociedades investidas, mas também aos seus próprios acionistas, o cumprimento de diversas obrigações constantes no Capítulo IV do CVM, a exemplo das disposições contidas nos arts. 16º a 19º, 22º e ss., e 187º e ss., todos do CVM, medidas estas que julgamos inconvenientes, “*constrastando com a intenção do legislador em democratizar o investimento para as pequenas e médias empresas e desenconrajando o crescimento do Crowdfunding financeiro*”.¹¹⁰

Ademais, impende também salientar que o *crowdfunding* de capital para se concretizar deve ser operacionalizado por meio de uma plataforma eletrônica, imperando, assim, a regra de intermediação obrigatória. Nessa perspectiva, exercendo a plataforma eletrônica atividade de intermediação financeira, nos termos do art. 289, nº 1, alínea a, do CVM, assim compreendida como a “*recepção e transmissão de ordens por conta de outrem*”, inclusa, nestes termos, o “*contacto de dois ou mais investidores com vista à realização de uma operação*”, já que a presente plataforma visa interligar os beneficiários (sociedade investida) aos investidores tendo como propósito uma operação de investimento, deve submeter-se ao registro prévio na CMVM e de autorização pela autoridade competente, conforme disposto no art. 295º do CVM c/c art. 15º, nº 1, do RJFC, além dos demais deveres constantes no CVM que estejam relacionados à categoria dos intermediários financeiros.

Por fim, outra peculiaridade que julgamos interessante mencionarmos diz respeito ao sistema adotado pelo RJFC no tocante ao não atingimento do limite do investimento. Assim, pela disposição legal contida no art. 9º, nº 1, do Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo, percebe-se que o legislador português adotou, como regra, o sistema “*all-or-nothing*”, em caso de não atingimento do patamar do investimento definido nas condições da oferta e desde que não haja previsão de alteração prévia das suas condições, conforme previsto no nº 2 do art. 9º do RJFC, que ainda assim, só é admitida uma única vez¹¹¹.

Ora, o RJFC prevê a possibilidade dos beneficiários da oferta, no caso do *Equity Crowdfunding*, as sociedades investidas, definirem, de forma prévia à oferta, as suas respectivas condições, além de fazerem constar, caso optem, a possibilidade de alteração dos montantes e do prazo de angariação. Assim, nas ofertas em que não sejam possíveis tais alterações, proceder-se-á a regra do “*all-or-nothing*”. Nessa situação, define-se que caso os

¹¹⁰ SANTOS, João Vieira dos, ob. cit., p. 668.

¹¹¹ Nos termos do art. 9º, nº 3 do CVM.

montantes indicados na campanha não sejam angariados no prazo definido, os negócios eventualmente celebrados entre a sociedade investida e os investidores serão desfeitos, implicando na ineficácia da oferta, devendo os beneficiários do investimento proceder à devolução dos montantes que tiverem recebido nos casos em que essa transferência já tenha se materializado da plataforma à sociedade. No entanto, pode ocorrer das plataformas não procederem de imediato à transferência dos fundos angariados aos beneficiários, deixando para assim agir após a finalização da campanha. Nessa perspectiva, os valores arrecadados ficam depositados numa conta *escrow*¹¹² de um agente, que pode ser uma instituição financeira ou a própria entidade gestora da plataforma, até serem libertados sendo, portanto, um mecanismo interessante “*para evitar a fraude e para os beneficiários traçarem metas realistas*”¹¹³.

Em contrapartida, caso previamente previsto a alterabilidade das condições da oferta, na ótica do n° 2 do art. 9° do RJFC, e desde que tais circunstâncias tenham sido comunicadas previamente aos investidores e que “*as plataformas notifiquem todos os investidores da alteração superveniente das condições da subscrição, identificando, qual o novo montante máximo a angariar*”¹¹⁴, “considera-se a oferta como de “*keep-it-all*””¹¹⁵, o que implica na redução da oferta para se adequar ao valor angariado.

3.3. As Entidades Gestoras das Plataformas de Financiamento Colaborativo: À Sujeição a Deveres de Informação e Medidas de Prevenção de Conflitos de Interesse

As plataformas eletrônicas de financiamento colaborativo foram criadas por meio da Lei n° 102/2015 - O Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo que, embora não tenha contemplado uma definição legal para o presente sujeito interveniente, ante à disposição prevista no art. 2° do RJFC, pode-se extrair que é um meio utilizado pelos beneficiários para angariação de fundos e, para os investidores, um meio que os permite acessar e visualizar as

¹¹² Sobre a matéria cf. ANTUNES, João Morais, **Do Contrato de Depósito Escrow**, Coimbra: Almedina, 2007.

¹¹³ METELKA, Alban, **Crowdfunding - Startups' alternative funding source beyond banks, business angels and venture capitalists**, 2014, pp. 27 e ss.

¹¹⁴ CÂMARA, Paulo, ob. cit., p. 590.

¹¹⁵ BELEZAS, Fernando, ob. cit, p. 61.

campanhas de financiamento colaborativo disponíveis através da *internet*. Nessa ótica, Fernando Belezas nos ensina:

As plataformas não são pessoas jurídicas, nem são objeto de quaisquer direitos ou deveres, sendo representadas em todas as suas relações pelos seus titulares ou entidades gestoras. Por isso, devem ser entendidas meramente como o meio, ainda que virtual, através do qual as partes, após a adesão e o registro, manifestam a vontade de negociação e celebração do acordo de financiamento colaborativo.¹¹⁶

Feito tal apontamento inicial, cumpre esclarecer que o RJFC não impõe, basicamente, restrição alguma no que tange à titularidade das entidades gestoras de plataformas eletrônicas, uma vez que dispõe no seu art. 4º que quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada podem ser titulares de plataformas eletrônicas de financiamento colaborativo.

No contexto em apreço, as entidades gestoras de plataformas eletrônicas de financiamento colaborativo de capital assumem a responsabilidade de representar e gerir as plataformas eletrônicas. Nessa perspectiva, algumas medidas lhes são impostas. Assim, como disposto no art. 15º, nº 1º, do RJFC e no art. 3º do Regulamento nº 1/2016 da CMVM, os titulares das plataformas em questão, para terem acesso à atividade de intermediação de *equity crowdfunding*, devem proceder com o registro na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, devendo, por consequência, sujeitar-se a esta entidade reguladora no que diz respeito a regulação e supervisão da atividade, tendo em vista atuar nessa modalidade de financiamento colaborativo como intermediária financeira, nos termos do arts. 289 e 295º do CVM.

É importante esclarecer que o registro na Comissão de Mercado de Valores Mobiliários tem como propósito controlar os requisitos para exercício da atividade pelas plataformas, além de permitir a organização da supervisão e de assegurar o controle da idoneidade¹¹⁷ da gestão das plataformas, o que é corroborado nos termos do nº 2 do art. 15º do RJFC.

Ademais, como condição indispensável ao registro na CMVM e, consequentemente, acesso à atividade em questão, devem as entidades gestoras fazer jus a alguns requisitos de natureza patrimonial, conforme enumerado no art. 2º, nº 1 do Regulamento nº 1/2016 da CMVM, a exemplo de um capital social mínimo de EUR 50.000,00 (cinquenta mil euros)

¹¹⁶ Idem, p. 47.

¹¹⁷ Conforme art. 9º do Regulamento nº 1/2016.

disposto na alínea “a”, de um seguro de responsabilidade civil adequado à presente atividade ou outra garantia equivalente (alínea b), ou ainda nos termos da alínea c do mesmo artigo citado, devendo, ainda, instruir o processo de registro com elementos listados no art. 4º do Regulamento da CMVM em apreço, sob pena do mesmo ser recusado por insuficiência de elementos, inexatidão, falsidade, dentre outras situações previstas no art. 5º do mesmo regulamento. Assim, estando em conformidade com todas as exigências enumeradas, as entidades gestoras são registradas, passando a constar como integrante da lista atualizada disponibilizada no sítio eletrônico da CMVM¹¹⁸.

Assim, após seu respectivo registro na CMVM, as entidades gestoras das plataformas ficam sujeitas a diversos deveres¹¹⁹, sobretudo, os relacionados à prestação de informações aos potenciais investidores, seja na fase pré-investimento, a fim de permiti-los uma tomada de decisão acertada e esclarecida quanto ao investimento a realizar, diante das informações disponibilizadas pelos beneficiários – a exemplo, mas não se limitando as relacionadas à identificação da sociedade investida, a descrição e riscos do negócio, projeto ou atividade a financiar, o montante e o prazo de angariação, finalidade do financiamento – que devem ser sempre completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas, nos termos dos arts. 14º¹²⁰, 17º e 19º do RJFC, ou na fase pós-investimento (governança da sociedade), como pode-se ressaltar a obrigação de fornecer aos investidores um relatório anual de gestão da atividade fornecido pela sociedade investida, inclusive, contendo suas respectivas demonstrações financeiras¹²¹.

Nos termos do art. 17º do RJFC, em consonância ao art. 16º do Regulamento nº 1/2016, é conveniente apontar a importância do documento fornecido pelos beneficiários às entidades gestoras, em cumprimento aos seus deveres de informação, para consequente fornecimento aos investidores em momento prévio e relativo a cada oferta¹²², o chamado “IFIFC”, que contempla as informações fundamentais (previstas no art. 19 do RJFC)

¹¹⁸ Vide art. 8º do Regulamento nº 1/2016 da CMVM.

¹¹⁹ A exemplo dos descritos nos arts. 5º e 16º do RJFC.

¹²⁰ “Art. 14. 1 — Os beneficiários do financiamento colaborativo devem comunicar às plataformas, para informação aos investidores, em relação a cada oferta:

a) A descrição da atividade ou produto a financiar, e os fins do financiamento a angariar;

b) O montante e o prazo para a angariação;

c) O preço dos valores de cada unidade a subscrever ou a forma de determinação desse preço.

2 — A informação prestada aos investidores deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, permitindo aos seus destinatários formar juízos fundados sobre a oferta e sobre o beneficiário do investimento”.

¹²¹ Corroborado pelo art. 65 e ss. do Código das Sociedades Comerciais.

¹²² Conforme previsto no art. 17º, nº 1 do Regulamento nº 1/2016 da CMVM.

destinada aos investidores do financiamento colaborativo para que tomem uma decisão esclarecida sobre as peculiaridades e riscos de cada oferta, devendo, nesse sentido, ser redigido de modo sucinto, em linguagem não técnica, compreensível, portanto, a qualquer investidor médio, é o que se extrai do art. 16º, n.ºs. 3, 4 e 5 do Regulamento da CMVM.

Corroborando o supracitado, Fernando Belezas nos ensina que:

Ao contrário do prospeto, o IFIFC não é sujeito a fiscalização administrativa própria. Por isso, compete às entidades gestoras das plataformas de financiamento assegurar o controle de cumprimento das regras inerentes às OFC (*compliance* e *due diligence*), bem como a autenticidade e inteligibilidade do IFIFC, a sua entrega e a prova da sua receção pelo investidor e da tomada de conhecimento das advertências em momento prévio à subscrição de qualquer oferta.¹²³

Ademais, o Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo e o Regulamento da CMVM em análise preveem em plena sintonia, ainda como obrigações das entidades gestoras das plataformas, a imposição de regras relacionadas à normas de organização interna e de conduta como forma de garantir a eficiência de medidas que previnam situações de fraude, como disposto nos art. 16º do RJFC c/c art. 10º do Regulamento da CMVM, bem como de situações de conflitos de interesse que possam surgir em decorrência da intermediação da atividade, devendo, para tanto, adotar mecanismos de modo a evitar ou a reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência, nos termos do arts. 11º do Regulamento da CMVM e arts. 11º e 21º do RJFC.

Para tanto, dispõe ainda no art. 5º do RJFC que as plataformas estão impedidas de (i) *fornecer qualquer tipo de aconselhamento ou recomendação quanto aos investimentos a realizar através dos respetivos sítios ou portais na Internet*; (ii) *Compensar os seus dirigentes ou trabalhadores pela oferta ou volume de vendas de produtos disponibilizados ou referências nos respetivos portais*; e (iii) *Gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários*.

Nesse sentido, pelo exposto, pode-se perceber que o legislador português regulou a matéria do Financiamento Colaborativo de Capital, mais precisamente, no tocante às entidades gestoras de plataformas, impondo-as medidas rigorosas, tendo em vista estarem sujeitas a deveres previstos no Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo, no Regulamento da CMVM e, ainda, no Código de Valores Mobiliários, já que, como relatado

¹²³ BELEZAS, Fernando, ob. cit., p. 59.

no presente trabalho, exercem sua atividade como intermediárias financeiras¹²⁴, devendo, nesse sentido, ainda cumprir os deveres enumerados no Título IV do CVM, o que, uma vez descumpridos, podem resultar na suspensão ou cancelamento¹²⁵ de seu registro na CMVM, sem prejuízo das sanções contidas no Capítulo II do Regime Sancionatório (Lei nº 3/2018) aplicável ao financiamento colaborativo de capital¹²⁶.

Assim, nos termos do Regime Sancionatório supra, as entidades gestoras de plataformas estão sujeitas em razão da sua atividade à contraordenação muito grave e grave, puníveis mediante aplicação de uma coima, com valor variável a depender da infração em jogo, nos termos do art. 4º, nº 1 e nº 2 da Lei nº 3/2018 e, ainda, cumulativamente à aplicabilidade da coima, a sujeição à sanções acessórias elencadas no art. 5º da lei anteriormente citada.

Nessa perspectiva, somos da opinião de que as entidades gestoras apresentam um papel relevante e extremamente decisivo na tutela dos direitos dos investidores, desde a fase inicial do investimento – já que devem garanti-los que as informações contidas no seu sítio eletrônico a respeito dos beneficiários e das campanhas são verídicas e completas, capazes, portanto, para formar seu convencimento na tomada da decisão – até a fase de governação da sociedade, já que, ainda nessa fase, devem receber anualmente da sociedade investida os relatórios de suas atividades e, conseqüentemente, fornecê-los aos investidores.

Oportunamente, em paralelo aos deveres impostos às entidades gestoras de plataformas de financiamento, também há a atribuição de diversas obrigações às sociedades investidas a nível de prestação de informações¹²⁷, que lhes são devidas durante todo o período em que estiverem ativas, o que pode contribuir para *“suprir parcialmente o problema de acesso à informação experimentado pelos sócios minoritários da previsivelmente dispersa base acionista que resultará de muitas campanhas de crowdfunding de capital”*¹²⁸. Nessa ótica, tais medidas tornam-se ainda mais relevantes em razão das sociedades investidas serem, como já explicitado alhures, do tipo sociedades abertas, devendo submeter-se à regras mais

¹²⁴ Devem, portanto, na condução da sua atividade, observar os ditames da boa-fé, de acordo com padrões elevados de diligência, lealdade e transparência, conforme previsto no art. 304º do CVM.

¹²⁵ Nos termos do art. 7º, nº 1, alíneas “a” e “e” do Regulamento nº 1/2016 da CMVM, que assim dispõe: “1 - Constituem fundamento de cancelamento do registro pela CMVM: a) Ter sido obtido mediante falsas declarações ou outros meios ilícitos; e) Verificarem-se irregularidades graves na organização interna e violação dos deveres de conduta e das normas que disciplinam a atividade da plataforma eletrónica de financiamento colaborativo”.

¹²⁶ O que pode ser facilmente corroborado pela disposição contida no art. 22º do RJFC.

¹²⁷ A exemplo das previstas nos arts. 7º, nº 2; 17º, nº 1; 19º, nº 1, todos do RJFC, além das enumeradas nos arts. 17º, 18º e 19º do Regulamento nº 1/2016 da CMVM.

¹²⁸ PEREIRA, Clara Martins, ob. cit., p. 45.

rigorosas em relação as demais sociedades comerciais, a exemplo das obrigações previstas nos arts. 14º, 16º, 19º, 22º e 287º do CVM¹²⁹.

Em contrapartida aos benefícios da prestação informacional ora exposta, é importante relatar que tais medidas podem impactar diretamente nos custos da campanha suportados pela sociedade investida que, como já demasiadamente explicitado, recorrem a tal modalidade de financiamento em fase embrionária de desenvolvimento, sem robustez financeira suficiente para arcar com gastos demasiados, razão pelo qual deve haver um ponto de equilíbrio entre os benefícios enumerados e os custos subjacentes, sob pena de inviabilizar a concretização do financiamento.

Nessa perspectiva, tendo em vista o tratamento dado à matéria pelo legislador português, pela análise das disposições contidas no Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, Regulamento da CMVM e ainda, em questões específicas, no Código de Valores Mobiliários, entendemos haver uma proporcionalidade entre as medidas e, portanto, uma harmonização entre a necessidade efetiva de prestação informacional aos investidores e os custos da campanha, razão pelo qual entendemos, em linhas gerais, pela pertinência da regulação da matéria, apesar de em alguns pontos determinados, julgarmos interessante revisitações para melhor aproveitamento do *equity crowdfunding* no cenário português.

3.4. O Regulamento da CMVM nº 1/2016 na Tratativa de Aspectos Específicos Relacionados ao *Crowdfunding* de Capital

Ab initio, cumpre esclarecer que o Regulamento da CMVM nº 1/2016 foi criado em complemento ao Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo na tratativa de matérias específicas relacionadas ao Financiamento Colaborativo de Empréstimo e de Capital, sendo, nesta última modalidade, que iremos aprofundar nosso estudo tratando de aspectos contidos no presente regulamento que julgamos relevante para o presente contexto.

Nesse sentido, o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo português dispõe sobre o direcionamento das matérias dispostas em seus arts. 15º (acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo e registro das entidades gestoras de financiamento colaborativo), 16º (deveres das entidades gestoras relacionados à informação, gestão e conduta, medidas preventivas de situações de fraude e conflitos de interesse), 18º

¹²⁹ Nesse sentido, vide CÂMARA, Paulo, ob. cit., pp. 538- 541.

(limite máximo de angariação), 19º (descrição da atividade, finalidade do financiamento, prazo de angariação, preço de cada unidade a subscrever ou forma de determinação do preço), 20º (limites de investimento pelos investidores, obrigações de informação dos beneficiários às entidades gestoras e à CMVM), 21º (política de conflito de interesses) e 23º (normas regulamentares necessárias ao RJFC) ao Regulamento da CMVM em questão que, adiante, algumas delas abordaremos com maior profundidade sem, contudo, qualquer pretensão de exaurimento das matérias enumeradas.

Destarte, como alguns dos temas supracitados já foram objeto de estudo no decorrer do presente trabalho, passaremos, agora, a tratar das ainda pendentes de análise.

Nessa ótica, primeiramente, em consonância à disposição prevista no art. 18º do RJFC, iremos fazer menção ao limite máximo de angariação de cada oferta imposto no art. 19º do Regulamento da CMVM em comento.

Ora, pelo extraído do artigo contemplado no Regulamento, pode-se perceber que o legislador português estipulou o limite máximo de angariação do investimento tendo como parâmetro o perfil dos destinatários da oferta, nesse caso, dos investidores, levando em consideração sua experiência e qualificação, além de seu respectivo rendimento anual¹³⁰, tendo como propósito a proteção dos subscritores da oferta. Assim, cada oferta só poderá angariar, no máximo, nos últimos 12 meses anteriores a sua realização, EUR 1.000.000,00 (um milhão de euros), podendo tal valor ser alcançado em uma única oferta ou através do somatório global das ofertas realizadas na União Europeia, conforme previsto no nº 1 do art. 19º do Regulamento nº 1/2016 da CMVM.

Em contrapartida, quando as ofertas a ser subscritas tiverem como destinatários, exclusivamente, investidores enquadrados como pessoas coletivas ou investidores qualificados (enquadrados nos termos do art. 30 do CVM), o limite máximo de angariação anteriormente citado é estendido para o patamar de EUR 5.000.000,00 (cinco milhões de euros), o que é corroborado à luz do nº 2 do mesmo artigo citado anteriormente.

Nesse contexto, ante à ressalva contida na nota explicativa do projeto do regulamento da CMVM, parece-nos que o legislador português pretendeu “*limitar o acesso do financiamento colaborativo a investidores que reúnam as condições mais adequadas para aceder a este tipo de atividade*” e, conseqüentemente, afastar a incidência das obrigações

¹³⁰ Nesses termos, dispõe o art. 20º do RJFC.

contidas no Título III do CVM que dizem respeito, precisamente, aos desdobramentos relacionados às ofertas públicas.

Assim, ante à literalidade do art. 19º do Regulamento da CMVM, acreditamos que a única justificativa plausível para o legislador português ter contemplado no presente regulamento a diferenciação dos limites de angariação de cada oferta levando em consideração o perfil e rendimento anual do investidor foi, basicamente, estimular os empreendedores que buscam angariar fundos através desse tipo de financiamento em montante superior a 1.000.000,00 EUR (um milhão de euros) a afastar de suas ofertas investidores menos sofisticados, já que, aparentemente, as ofertas realizadas em valor superior a este patamar implicaria numa maior incidência de fragilidades aos investidores.

Ademais, no que tange ao mencionado no art. 20º do RJFC, mais precisamente, em relação ao limite de investimento anual imposto aos investidores, o art. 12º do Regulamento do CMVM trata da matéria estipulando, no nº 1, um valor máximo a ser aportado pelos investidores em campanhas de financiamento colaborativo de capital. Assim, os investidores em *equity crowdfunding* só podem despende, por oferta, 3.000,00 EUR (três mil euros), ou 10.000,00 EUR (dez mil euros) na totalidade dos investimentos via financiamento colaborativo no prazo de 12 meses.

No entanto, caso os subscritores da oferta enquadrem-se como (i) pessoas coletivas; (ii) pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a 70.000,00 EUR (setenta mil euros); ou (iii) investidores qualificados nos termos do art. 30º, alíneas “a” a “k” do CVM, o mesmo dispositivo, em seu nº 2, excepciona a tais tipos de investidores o cumprimento desse patamar de investimento, devendo, para tanto, atestarem uma das condições citadas nos itens (i), (ii) ou (iii) em documento específico que lhe é disponibilizado, o qual o regulamento nomeia como “IFIFC”, como já tratado alhures.

Assim, tendo em vista que o legislador português ao regular a presente matéria pretendeu criar mecanismos de barreiras a fim de evitar que os investidores, sobretudo, os não profissionais, tivessem prejuízos exorbitantes ante às fragilidades e os riscos subjacentes já apontados, a exemplo disso, podemos mencionar, além da disposição supra – em que contempla a limitação do investimento e, consequentemente, o limite de perda em proporcionalidade à capacidade econômica do investidor, tendo como estimativa seu rendimento anual – a previsão contida no art. 8º do Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo, em que estabelece que os investidores declarem, no ato de subscrição da oferta, seu conhecimento em relação às condições do negócio, nomeadamente, quanto ao risco associado ao investimento.

No entanto, entendemos que a redação disposta no art. 12º do Regulamento da CVM comporta certas fragilidades, na medida em que a exceção prevista para as pessoas coletivas poderá induzir os investidores singulares a constituírem pessoas coletivas com o propósito específico de afastar a limitação de investimento em financiamento colaborativo de capital que lhe é imposta pelo regulamento em comento.

Nestes termos, ante o panorama exposto, somos da opinião que a previsão de limites absolutos de investimento via *equity crowdfunding* pode vir a prejudicar a angariação de fundos e, conseqüentemente, o aproveitamento dessa modalidade de financiamento. Assim, seria interessante que o legislador, em paralelo à limitação já mencionada, atribuisse alternativamente aos investidores limitações variáveis em consonância a sua capacidade econômica (rendimento anual). Em contrapartida, há que defender que a previsibilidade de limites de investimento beneficia a diversificação de portfólio dos potenciais investidores e ameniza a concentração de risco em um único tipo de investimento.

Outro ponto trazido pelo Regulamento da CMVM diz respeito à realização do investimento contemplada no seu art. 20º. Ora, esse dispositivo prevê a obrigatoriedade da intervenção de entidade autorizada à prestação de serviços de pagamento para fins de realização do investimento em financiamento colaborativo de capital. Nessa ótica, conforme já mencionado no presente trabalho, pode ocorrer das entidades gestoras de plataformas eletrônicas não procederem de imediato com a transferência dos valores arrecadados em sede de *equity crowdfunding* às sociedades investidas, ficando, tais montantes, depositados em uma conta *escrow* de um agente, que pode ser, nesse contexto, de titularidade da própria entidade gestora ou especificamente de uma instituição financeira.

Assim sendo, quando o valor arrecadado encontrar-se-á depositado em um conta de propriedade da entidade gestora, esta, além de executar as atividades já mencionadas, também prestará serviços de pagamento, conforme disposto no art. 20º em comento, o que lhes implicará, além da sujeição de todos os deveres e obrigações já explicitados, contemplados no Regime Jurídico de Financiamento Colaborativo, no Regulamento da CMVM e no Código de Valores Mobiliários, na submissão ao regime contido no DL 317/2009, mais precisamente, em seu art. 4º.

Ora, diante da sujeição ao regime descrito no DL 317/2009, as entidades gestoras que prestam serviços de pagamento nos termos supra, conforme descrito na nota explicativa do citado decreto, também sofrerá impactos relacionados à supervisão prudencial e comportamental pelo Banco de Portugal, além de estarem adstritas à satisfação de condições imprescindíveis ao seu registro e respectiva autorização pela entidade bancária em questão, a

exemplo, mas não se limitando a: capitais mínimos e fundos próprios, normas relacionadas ao acesso de sistemas de pagamento, deveres de transparência, dentre outros.

Por fim, diante das disposições contidas no Regulamento da CMVM, pode-se perceber que o legislador português contemplou no decorrer do regulamento criado diversas regras visando, em linhas gerais, salvaguardar os investidores em razão dos riscos atrelados ao financiamento colaborativo de capital, no entanto, identificamos algumas lacunas concernentes aos subscritores da oferta que poderiam supridas com a inserção de direitos e deveres para os investidores como, exemplificativamente, cláusulas de antidiluição e *tag along*¹³¹, a fim de evitar que os investidores venham a sofrer o risco de não perceberem os dividendos correspondentes à sua respectiva participação social ou de valores ínfimos caso a sociedade investida venha a se tornar exitosa.¹³²

3.5. As Controvérsias do Regime Legal e a Necessidade de Revisão como Forma de Garantir à Efetividade da Atividade

Após tratarmos das questões que julgamos relevante na tratativa do financiamento colaborativo de capital à luz da legislação portuguesa, mais precisamente, das disposições contidas no Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo regido pela Lei n° 102/2015, no Regulamento da Comissão de Valores Mobiliários n° 1/2016, no Regime Sancionatório criado através da Lei n° 3/2018 e, ainda, no Código de Valores Mobiliários e das Sociedades Comerciais, em virtude das repercussões e desdobramentos da matéria nessas outras especialidades do Direito Português, pelo qual fizemos no decorrer da presente dissertação alguns paralelos pertinentes, passaremos a discorrer no presente tópico e, portanto, na parte final do trabalho, de alguns pontos que foram identificados no estudo da matéria e da forma que esta foi regulada no ordenamento português e que, na nossa visão, deveriam ser revisitadas pelo legislador a fim de proporcionar um melhor aproveitamento e efetividade dessa nova modalidade de financiamento, enumerando, para tanto, alguns contributos voltados especificamente para propósito.

¹³¹ Sobre o tema, vide CUNHA, Paulo Olavo, **Direito das Sociedades Comerciais**, 5ª ed. Almedina, 2012, p. 345-347.

¹³² Nesse mesmo posicionamento, vide: SANTOS, João Vieira dos, **Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)**, Revista de Direitos das Sociedades, 2017, v. 3, ano IX, p. 673.

Primeiramente, fazer-se mister esclarecer que as legislações vigentes no ordenamento português em matéria de *crowdfunding*, a *priori*, foi criada com o propósito de suprimir alguns problemas antes enfrentado em virtude da inexistência de regulação específica sobre o tema em comento. No entanto, pelo atual panorama legislativo analisado, somos da opinião que, apesar do enfrentamento de questões imprescindíveis de política regulatória, com a implementação de medidas salutares ante os problemas subjacentes ao financiamento colaborativo de capital, como já explicitado anteriormente, algumas questões contempladas no regime jurídico vigente são extremamente simbólicas, muitas vezes, inexequíveis, dificultando sua respectiva supervisão e o *enforcement*, trazendo, consequentemente, prejuízos ao fomento da atividade. Nesse sentido, a título de melhoria, julgamos conveniente revisitações no presente regime, com a implementação de outras questões que, a nosso ver, poderiam garantir a real efetividade que o sistema merece.

Feito esse breve panorama, afora todas as pontuações críticas que já realizamos, a primeira consideração que faremos diz respeito a um dos sujeitos intervenientes do financiamento colaborativo de capital, nesse caso, a sociedade investida. Nos termos do art. 7º do RJFC, pode se beneficiar do financiamento colaborativo quaisquer pessoas, sejam elas singulares, coletivas, nacional ou estrangeira. Ora, se formos pela literalidade do presente artigo, poder-se-ia pensar que o legislador português admite o enquadramento das pessoas coletivas em qualquer tipo societário, ou seja, sob qualquer modalidade de sociedade comercial, a exemplo das sociedades por quotas, o que, pelos demais dispositivos contemplados no arcabouço legislativo não parecem coadunar com a realidade portuguesa.

Nessa perspectiva, conforme já mencionado alhures, vimos que o financiamento colaborativo de capital pode oferecer aos investidores, em contrapartida ao aporte financeiro realizado, participações sociais na sociedade investida, distribuição de dividendos ou partilha de lucros. No que tange às ofertas de participações sociais, que iremos nos deter, por representar, à luz do art. 1º do CVM, valores mobiliários tipificados nos termos da alínea “a”, vimos que as ofertas de distribuição de valores mobiliários (de ações da sociedade emissora), lançadas através de uma plataforma eletrônica deveriam ser enquadradas como ofertas públicas, diante das peculiaridades intrínsecas que lhes são subjacentes.

Ainda, em complemento ao exposto supra e por consequência a tal enquadramento, as sociedades emissoras, ora beneficiárias do *equity crowdfunding*, nos termos do art. 13º do

CVM, passariam a ser qualificadas como sociedades abertas¹³³, sob o tipo de sociedade anônima¹³⁴. Ademais, Fernando Belezas ainda complementa que:

Em virtude da impossibilidade de identificação e definição prévia dos investidores participantes na oferta, as OFC de capital na modalidade de participações sociais apenas podem ser emitidas através de operações de aumento de capital com recurso a subscrição pública, realizadas por novas entradas em dinheiro ou em espécie.¹³⁵

Destarte, como o legislador português não contemplou a previsão se, para fazer jus ao *equity crowdfunding*, o beneficiário deveria ser uma sociedade já constituída ou a ser constituída, poder-se-ia utilizar, neste último caso, o recurso à subscrição pública, tipicamente das sociedades anónimas, “*também conhecida como subscrição sucessiva (por se realizar por etapas e não através de um ato único)*”¹³⁶, nos termos do art. 279º do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”). Assim, nessa ótica, deve haver mais de um promotor a fim de subscrever e realizar integralmente ações cujo somatório dos valores nominais ou do preço de emissão totalizem um capital social mínimo de 50.000,00 EUR¹³⁷, robustez financeira esta que não coaduna com a maioria das sociedades portuguesas constituídas.

Ora, trazendo tais apontamentos para a realidade do *equity crowdfunding*, não nos parece que tais previsões estejam em perfeita consonância com as premissas básicas e fundamentos do presente instituto. Primeiramente porque, como sabido, imputar que os beneficiários do *equity crowdfunding* sejam sociedades abertas vai de encontro ao perfil das sociedades que recorrerem a essa modalidade de financiamento, que se utilizam deste como alternativa aos meios tradicionais de financiamento por não disporem de recursos financeiros suficientes, na maioria dos casos, por estarem em sua fase inicial de desenvolvimento, enquadradas como pequenas e médias empresas, a exemplo das *startups*, constituída, em regra, como sociedades por quotas, tipo societário mais comum no ordenamento português, cujo capital social é livremente fixado no contrato de sociedade¹³⁸.

¹³³ Nessa ótica, complementa Antônio Pereira de Almeida que “As sociedades abertas regem-se pelas normas aplicáveis às sociedades anónimas, bem como por normas especiais constantes do C.S.C. e do C.V.M., Regulamentos e Recomendações da CMVM e dos Mercados em que as suas acções tenham sido admitidas à negociação”. Vide em ALMEIDA, Antônio Pereira de, **Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados**, 6.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 537.

¹³⁴ Regida nos termos do art. 271º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais.

¹³⁵ BELEZAS, Fernando, ob. cit, p. 61.

¹³⁶ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, **Anot. ao art.º 279.º in Código das Sociedades Comerciais em Comentário**, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2012, p. 116.

¹³⁷ É o que exige o art. 276º, nº 5 do CSC.

¹³⁸ Art. 201º do CSC.

Assim, imputar-lhes, como condição *sine qua non*, sua qualificação como sociedade aberta, regendo-se pelas normas das sociedades anônimas, implicará na observância de obrigações mais rigorosas e de custos elevados, que muitas vezes não poderão ser suportados pelo perfil das sociedades em jogo, ocasionando, assim, um forte obstáculo à utilização do *equity crowdfunding*. Nesse sentido, a criação de regras excepcionando à aplicabilidade das regras das sociedades abertas às sociedades beneficiárias é medida impositiva e salutar à efetividade de tal modalidade de financiamento no cenário português.

Em alternativa a tal previsão e visando afastar qualquer dúvida quanto à utilização do financiamento colaborativo de capital por beneficiários enquadrados como sociedades por quotas que, na verdade, é o tipo societário mais adotado em Portugal para constituir sociedades comerciais e, conseqüentemente, o perfil de sociedade que mais se utiliza desse meio de financiamento para financiar suas atividades, pelas inúmeras razões já apontadas, conforme verificado em outros ordenamentos jurídicos, seria extremamente vantajoso ao próprio sistema, a fim de garantir sua máxima utilização, que o legislador português contemplasse na legislação em comento regras específicas quanto à possibilidade de beneficiários, nesse caso, tipificados como sociedades por quotas, puderem se valer do presente meio de financiamento.

Ademais, há de ressaltar a importância de revisões em relação à definição do financiamento colaborativo previsto no art. 2º do RJFC, em razão das diversas fragilidades que foram apontadas oportunamente, seja no que diz respeito a própria criação de um conceito legal, como também dos elementos utilizados pelo legislador português para caracterização do presente instituto, a exemplo da proveniência dos recursos que, pela forma em que está prevista, dar-se a entender que não estariam abarcados por tal tipo de financiamento os aportes realizados por pessoas coletivas, investidores institucionais, a exemplo de bancos, fundos de investimento e seguradoras, e/ou qualificados, entendimento este que se assim se concretizasse, seria uma retrocesso às premissas básicas deste meio de financiamento.

Impende salientar ainda que o legislador foi infeliz ao fazer menção no conceito de *crowdfunding* a “um ou vários” investidores, já que se a captação de recursos viesse a ser proveniente, tão somente, de um único investidor, um dos principais pressupostos desse meio de financiamento, o *crowd* (angariação de recursos da multidão), estar-se-ia afastado, desvirtuando, assim, a sua caracterização.

Merece ainda acrescer que o legislador português, ao regular a presente matéria, também previu, de forma insatisfatória, a imposição de limites absolutos de investimento por

investidor, conforme disposto no art. 12º do Regulamento da CVM, o que pode vir a ocasionar travas prejudiciais à angariação de recursos. Assim, em alternativa a tal dispositivo, acreditamos que seria mais salutar a criação de limitações individualizadas, variáveis em consonância à capacidade econômica (rendimento anual) do investidor, por exemplo, o que possibilitaria um maior controle no que tange à liberdade individual do investidor a fim de se blindar contra fraudes, riscos de insucesso, ausência de liquidez e correlatos.

Outro ponto que merece atenção do legislador português diz respeito às lacunas existentes no que tange às normas de aplicação territorial, seja em relação aos negócios pactuados por meio das plataformas eletrônicas ou mesmo no que diz respeito ao regime jurídico que é imputado às entidades gestoras da plataforma, o que, em razão da carência de regulação sobre tal questão, em contrapartida à extensão da previsão contida no art. 7º do RJFC, sobretudo, quando as entidades gestoras não possuem sede em Portugal, a tutela judicial dos direitos dos sujeitos em jogo poderá restar comprometida.

Em paralelo aos apontamentos supracitados, convém ainda mencionar, a nosso ver, que o legislador português deveria ter aprofundando a regulação da matéria no que concerne ao tratamento dos riscos subjacentes ao *equity crowdfunding* para os investidores. Como já explicitado no decorrer do presente trabalho, os riscos intrínsecos ao financiamento colaborativo de capital não se extinguem na fase inicial do investimento (fase de campanha), pelo contrário, eles perduram também na fase pós-investimento, momento em que os problemas de agência na governação da sociedade investida são recorrentes, sobretudo, pela dispersão do capital social que essa modalidade de financiamento provoca no quadro de sócios/acionistas da sociedade.

Sendo assim, em razão da administração da sociedade ser exercida, na maioria dos casos, por pessoas que não detêm participação no respectivo capital social (a exemplo de administradores não sócios), tal circunstância potencializa, assim, possíveis conflitos de interesse, muitas vezes, provenientes da assimetria informacional entre eles e da divergência dos objetivos perseguidos, razão pelo qual julgamos de suma importância a adoção de mecanismos eficientes capazes de inspecionar efetivamente o controle e gestão da sociedade investida.

Nesse sentido, entendemos que as entidades gestoras de plataformas eletrônicas de financiamento colaborativo de capital tendem a exercer um papel fundamental e imprescindível na concretização de tais mecanismos, seja no exercício de sua função enquanto sujeito intermediário na relação entre a sociedade investida e os potenciais investidores, servindo de elo de comunicação entre tais partes, ou enquanto verdadeiros *gate*

keepers de todo o sistema, razão pelo qual julgamos conveniente a inserção de novas responsabilidades obrigacionais com tais fins pelo legislador português na regulação da presente matéria, o que traria aspectos positivos, sobretudo, na salvaguarda dos direitos dos investidores.

Destarte, corroborando o supramencionado, a fim de minimizar a assimetria informacional aos investidores, poderiam ser implementadas soluções que pudessem facilitar e, conseqüentemente, favorecer a troca de informações e seu respectivo controle em utilização aos novos meios de difusão, a exemplo, mas não se limitando à criação de canais de comunicação virtual, realização de assembleias *online*, a depender da situação, mediante utilização de voto eletrônico.

No entanto, é imprescindível que haja proporcionalidade na avaliação dos custos – a exemplo, podemos apontar os custos relacionados à própria obtenção e divulgação de informações ocasionais (a título de exemplo, o disposto nos arts. 16º, nº 1, 19º e 187º do CVM), periódicas (exemplificativamente, arts. 65º a 70º do CSC) e contínuas (a título ilustrativo, a previsão do art. 65º do CSC), devido à especialidade das disposições que devem ser abarcadas na documentação, o que, muitas vezes, implica na contratação externa de empresas dotadas de *expertise* pelas sociedades investidas para tais finalidades – e dos benefícios relacionados à prestação e à divulgação de informações – os quais podemos citar a confiabilidade do mercado adquirida ante à propagação das informações e diminuição dos custos concernente a sua respectiva obtenção e da assimetria informacional aos investidores – sobretudo, dos impactos que poderão ser ocasionados à sociedade investida, sendo fundamental “*avaliar se cada exigência informativa corresponde a um benefício claramente identificável, em proteção do mercado ou dos investidores, e em tese superior ao custo que o cumprimento do dever informativo acarreta*”¹³⁹.

Nessa perspectiva, a citada avaliação assume especial relevo para fins de efetividade e melhor aproveitamento do financiamento colaborativo de capital, na medida em que uma eventual sobreposição dos custos em contrapartida aos benefícios relacionados a tais medidas ocasionará na própria inaplicabilidade deste meio alternativo de financiamento.

Assim sendo, tais questões deverão ser objeto de atenção máxima do legislador português, a fim de proporcionar aos investidores um acesso maior e melhor das informações que lhes são disponibilizadas e, em paralelo, uma redução dos custos assumidos pela

¹³⁹ CÂMARA, Paulo, ob. cit., p. 687.

sociedade investida relacionados à prestação e divulgação das informações, sem, com isso, afastar o principal objetivo da regulação do *equity crowdfunding* que é a máxima proteção dos investidores, sobretudo, ante ao perfil não profissional destes na presente modalidade de financiamento, aumentando, assim, suas fragilidades. Para tanto, em complemento às futuras inserções que possam vir a se concretizar na legislação portuguesa, julgamos pertinente, com o fim de robustecer o necessário equilíbrio almejado, a melhor utilização de instrumentos já previstos em sede de legislação societária portuguesa, como a previsão de reservas estatutárias voluntárias, regras especiais de direito de voto e participações sociais, acordos parassociais, dentre outras. Nesse mesmo entendimento, Diogo Pereira Duarte sintetiza a presente questão nos ensinando:

Teria sido possível pensar, em alternativa ou complemento, na imposição de deveres de educação financeira, eventualmente com base em simulações (*gamming*); no aproveitamento de vantagens dos *appropriateness test* e *suitability test*; na imposição de canais de informação para estimular a *wisdom of the crowd*; ou até mesmo nos sites de acessos progressivo por inspiração francesa. Por outro lado, a imposição de limites de investimento, de inspiração americana, incorpora um paternalismo de todo em todo estranho ao nosso sistema. Para além de ser discriminatório e contraproducente, já que priva as pessoas com menores recursos da possibilidade de obter ganhos resultantes de uma aposta em bons investimentos¹⁴⁰.

Por fim, ainda na ótica dos subscritores da oferta, no caso, os investidores, a fim de mitigar os riscos que estão sujeitos perante o financiamento colaborativo de capital, julgamos conveniente a previsão de cláusulas relacionadas à antidiluição, *drag along*, *tag along*, *put option*, *call option*, como forma de tutelar sua posição na sociedade investida.

¹⁴⁰ DUARTE, Diogo Pereira, ob. cit., p. 299.

CONCLUSÃO

O *Crowdfunding* tem se mostrado um instrumento bastante eficiente para captar recursos com o propósito de financiar projetos, atividades ou mesmo sociedades comerciais sendo, muitas vezes, a única alternativa dos autores verem seus projetos concretizados.

Nessa ótica, dentre as modalidades de financiamento colaborativo existentes, pode-se perceber através do presente estudo que o *equity crowdfunding* vem sendo objeto de interesse dos órgãos reguladores e dos acadêmicos em virtude do seu crescente desenvolvimento no mercado mundial pelos extensos benefícios que lhes estão atrelados, não apenas aos sujeitos participantes da atividade em si, mas também à sociedade como um todo, por propiciar o incentivo ao empreendedorismo trazendo, como consequência, um forte crescimento econômico, além de novas oportunidade de geração de emprego no mercado.

Tendo como premissa básica a capitalização de sociedades, na medida em que viabiliza a angariação de recursos à sociedade investida através de pequenas contribuições financeiras dos investidores por meio de uma plataforma eletrônica e, em contrapartida ao aporte realizado, lhes são oferecidas participações no capital social, restou comprovado que o financiamento colaborativo de capital é comumente utilizado por empresas que estão num nível de desenvolvimento embrionário – pequenas e médias empresas, a exemplo das *startups* – que se veem impossibilitadas de acessar ao mercado tradicional de financiamento por ainda não possuírem robustez financeira suficiente.

Impende salientar que a atividade de *equity crowdfunding*, como amplamente esmiuçado no decorrer da presente dissertação, apresenta riscos tipicamente imputáveis aos investidores que, muitas vezes, não conseguem avaliá-los para que possam proceder a uma tomada de decisão de investimento acertada e esclarecida por não gozarem de experiência e conhecimento suficientes. Nessa circunstância, é de suma importância a criação de mecanismos que possibilite à prestação de informações completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas aos potenciais investidores, seja na fase inicial da campanha mas, sobretudo, na fase pós-investimento (governança da sociedade), a fim de minimizar a assimetria informacional que estão vulneráveis.

Assim, a implementação de soluções que pudessem facilitar e, consequentemente, favorecer a troca de informações e seu respectivo controle em utilização aos novos meios de difusão – a exemplo, mas não se limitando à criação de canais de comunicação virtual, realização de assembleias *online* mediante utilização de voto eletrônico, a depender da

situação em jogo – será extremamente benéfica para atenuar a assimetria informativa vivenciada pelos investidores durante todo o processo de investimento (fases pré-investimento e pós-investimento).

Nesse sentido, na ótica das legislações em comento, é imprescindível que estejam previstas disposições que permitam uma completa sintonia entre os custos oriundos da prestação de informação pelas sociedades investidas aos investidores que, como exposto, estão sujeitas à deveres de disponibilização de informação durante toda a vida da sociedade, e os benefícios relativos à tais medidas informativas, sob pena de inviabilizar a concretização do financiamento.

Assim, o *equity crowdfunding* mostra-se desafiador para os legisladores português e brasileiro, uma vez que qualquer desarmonia na ponderação de tais mecanismos pode ocasionar numa regulamentação legislativa extremamente onerosa, perdendo, assim, seu espaço no mercado financeiro.

Acresce ainda apontar que pela análise das legislações em vigor, seja na perspectiva do Direito Brasileiro ou do Direito Português, pela regulação da matéria ser recente, a atividade do *equity crowdfunding* ainda comporta fragilidades que merecem ser revisitadas pelo legislador, além de lacunas que tendem a ser extremamente prejudiciais aos sujeitos intervenientes, sobretudo, aos investidores, que são as vítimas principais dos riscos subjacentes ao presente meio de financiamento.

Primeiramente, em relação à definição legal contemplada na legislação portuguesa, não entendemos factível tal previsão em razão das diversas fragilidades que foram apontadas oportunamente, seja no que diz respeito a própria criação de um conceito legal, tendo em vista ser um instituto recente, ainda em mutação, como também pelos elementos utilizados pelo legislador nacional para caracterização do presente instituto.

Do ponto de vista dos sujeitos intervenientes, mais precisamente em relação à sociedade investida, entendemos que a legislação portuguesa comporta disposições que tendem a gerar conflitos prejudiciais ao fomento da atividade à nível nacional, uma vez que, como já exposto, imputar o enquadramento dos beneficiários à condição de sociedade aberta, sujeitas às regras da sociedade anônima, ocasionará em fortes entraves à utilização do *equity crowdfunding*. Nesse sentido, a implementação de medidas excepcionando à aplicabilidade das regras das sociedades abertas às sociedades beneficiárias é medida salutar à efetividade de tal modalidade de financiamento no cenário português, uma vez que essa flexibilização ajudaria a desenvolver um ecossistema a todos os sujeitos envolvidos, fomentando com mais intensidade a atividade empreendedora.

Ademais, em complemento ao supracitado e ainda em relação aos sujeitos intervenientes, também pareceu cediço em ambos os ordenamentos estudados que as plataformas de financiamento colaborativo de capital atuam como entidades intermediárias, devendo, portanto, que sujeitar-se à autorização e registro na Comissão de Valores Mobiliários para fins de exercício da atividade, além de estarem sujeitas a deveres e obrigações específicos.

Também restou indubitável na ótica das legislações em comento que as ofertas de *equity crowdfunding* apesar de serem qualificadas como ofertas públicas estão afastadas de algumas peculiaridades típicas que lhes seriam impostas, a exemplo do seu registro na Comissão de Valores Mobiliários, desde que, para tanto, estejam preenchidas algumas condições previstas, como o limite máximo de angariação, cujo valor dependerá da legislação em jogo.

No tocante à previsão de limites máximos de investimento, entendemos que o legislador nacional foi infeliz em contemplar limites absolutos de investimento via *equity crowdfunding*, podendo vir a prejudicar a captação de recursos e, conseqüentemente, o aproveitamento desse meio de financiamento. Assim, seria fundamental que o legislador, em paralelo à restrição citada, atribuísse de forma alternativa aos investidores limitações variáveis de acordo com sua capacidade econômica, baseado, por exemplo, em seu rendimento anual.

Ainda julgamos interessante mencionar que a tratativa da matéria concernente ao tratamento dos riscos atrelados ao *equity crowdfunding* deveria ter sido melhor aprofundada em ambos os ordenamentos jurídicos em comento, com previsões específicas em combate aos problemas de agência vivenciados na fase de governação da sociedade investida, sobretudo, pela dispersão do capital social que essa modalidade de financiamento provoca no quadro de sócios/acionistas da sociedade. Nesse diapasão, a previsão de mecanismos estatutários, como cláusulas relativas à antidiluição, *drag along*, *tag along*, *put option*, *call option*, como forma de salvaguardar a posição dos investidores na sociedade investida seria extremamente benéfica.

Destarte, acreditamos que possíveis progressos na regulação da matéria do *equity crowdfunding* venha ocorrer com o propósito de harmonizar o fomento da atividade do financiamento colaborativo e a tutela dos sujeitos investidores, se não afastando, minimizando, ao máximo, os riscos que estão sujeitos em decorrência de tal atividade. Nessas circunstâncias, o financiamento coletivo tornar-se-ia um autêntico instrumento voltado para o desenvolvimento econômico, com regras seguras a sua acessibilidade.

Dessa forma, através de uma regulação assertiva e em consonância com a realidade perseguida, o *equity crowdfunding* estar-se-ia promovendo um novo dinamismo entre os sujeitos em jogo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHLERS, Gerrit K.C. et al, Signaling in equity crowdfunding, 2012, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2161587>, *apud*, PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016.

AKERLOF, George, **The Market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism**, 1979, *apud*, LOPES, Inês Dias, **Equity crowdfunding: a governação da sociedade financiada**, Dissertação (mestrado), Universidade Católica Portuguesa, 2016.

ALMEIDA, Antônio Pereira de, **Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados**, 6.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011.

ANTUNES, João Morais, **Do Contrato de Depósito Escrow**, Coimbra: Almedina, 2007.

BANKER, Rishin, **A look at crowdfunding: na emerging trend threatens to displace traditional financial intermediates**, Trabalho de Estágio (Bacharelado em Finance) – Pennsylvania State University, Pennsylvania, 2011.

BRADFORD, C. Steven, **Crowdfunding and the federal securities law**, Columbia Business Law Review, v. 2012, p. 1-150, 2012.

BELEZAS, Fernando, **Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo**, Almedina: Coimbra, 2017.

BELLEFLAMME, P.; LAMBERT, T.; SCHWIENBACHER, A, **Crowdfunding: an industrial organization perspective**, In: Preparado para o workshop “Digital Business Models: Understanding Strategies”, Paris, p. 01-30, jun. 2010, *apud*, VIEIRA, Anderson Martins, **O equity crowdfunding no brasil: Um estudo sobre as percepções iniciais de potenciais investidores**, Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa, Rio de Janeiro, 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares, **Direito Societário**, 17^a ed., São Paulo: Atlas, 2019.

BRANCO, Sofia Ribeiro, **Direito dos Acionistas à Informação**, Almedina, 2008.

BRUTON, Garry et al, **New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 1, p. 9-26, 2015.

CÂMARA, Paulo, **A Governação de Sociedades em Portugal, A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos**, Coleção Governance Lab, Almedina, 2013.

_____, **Manual de Direito de Valores Mobiliários**, Coimbra: Almedina, 3^a ed., 2016.

CARDOSO, Luciano Santos, **Crowdfunding e Inovação: Um estudo sobre startups no Brasil**, 2017.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de, **Equity Crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação**, Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, São Paulo, v. 20, n. 78, out.-dez., p. 47-76, 2017.

COELHO, Caio Sasaki Godeguez, **Crowdfunding: natureza e regime jurídico**, São Paulo: Almedina, 2018.

CORDEIRO, Antônio Barreto Menezes, **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**, Coimbra: Almedina, 2016.

_____, OLIVEIRA, Ana Perestrelo; DUARTE, Diogo Pereira, **FinTech Desafios da Tecnologia Financeira**, Lisboa: Almedina, 2017, DUARTE, Diogo Pereira, **Financiamento Colaborativo de Capital (equity crowdfunding)**, pp. 247-299.

COUTO, Ana Sá e COLAÇO, Frederico Romano, **O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento**, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, Madri, 2015, n. 39, p. 130-135, p.130, Disponível em: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4625/documento/p01.pdf?id=5777>, Acesso em 01/09/2019.

CUNHA, Paulo Olavo, **Direito das Sociedades Comerciais**, 5ª ed., Almedina, 2012.

CVM, **Portal do Investidor**, Rio de Janeiro, Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html, Acesso em 20/03/2020.

EIZIRIK, Nelson, **A lei das S/A comentada**, 1ª ed., São Paulo: Quartier Latin, v. I, 2011.

EQSEED, **O que é equity crowdfunding**, Rio de Janeiro, Disponível em: <https://eqseed.com/faq/52335-o-que-%C3%A9-equity-crowdfunding>, Acesso em 11/02/2020.

EXAME, **Conheça as fintechs, as starups que ameaçam os bancos. Pequenas e Médias Empresas - PME**, São Paulo, 12/08/2016, Disponível em: <http://exame.abril.com.br/pme/conheca-as-fintechs-as-startups-que-desafiam-os-bancos/>, Acesso em 14/08/2020.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral, **Direito das Startups**, São Paulo: Saraiva Jur, 2018.

FREEDMAN, D.M.; NUTTING, M, **The growth of equity crowdfunding. The Value Examiner**, Utah, Estados Unidos, jul./ago. 2015, Disponível em: <http://www.freedman-chicago.com/ec4i/Growth-of-Equity-Crowdfunding.pdf>, Acesso em: 15/09/2020.

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

GIANLUCA GRASSI, e PAOLA ROVELLI, **Studio dell'impatto delle differenti dimensioni di Capitale Sociale sul successo dei progetti di Crowdfunding**, 2013, p. 14,

disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>, data de consulta a 23-2-2015, apud, SANTOS, João Vieira dos, ob. cit., p. 9.

HEMINWAY, Joan MacLeod, **Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”**, Rochester, NY: Social Science Research Network, 2014, Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=2435757>, Acesso em: 29/01/2016, apud, PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016.

JUNIOR, Nelson Nery e NERY, Rosa Maria de Andrade, **Código Civil Anotado e Legislação Extravagante**, 2ª ed., editora RT, 2003.

MARQUES, Rafael Younis, **Notas conversíveis no Equity Crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**, Coleção Academia-Empresa 14, São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MENDES, A.; JUNQUEIRA, C.A, **Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores (Equity crowdfunding no Brasil hoje)**, 1ª ed., Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, nov. 2016, v. 6., Cadernos FGV Direito Rio –Série Clínicas.

METELKA, Alban, **Crowdfunding - Startups' alternative funding source beyond banks, business angels and venture capitalists**, 2014.

MICHAELIS, Dicionário Michaelis, Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/crowd/>, Acesso em 12/03/2020.

_____, Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/fund/>, Acesso em 12/03/2020.

MOLLICK, Ethan, **The dynamics of crowdfunding: an explanatory study**. *Journal of Business Venturing*, v. 29, n. 1, p. 1-116, 2013.

MONTEIRO, Mônica de Carvalho Penido, **Crowdfunding no Brasil: uma análise sobre as motivações de quem participa**, 2014, Tese de Doutorado.

OGANDO, José, **Os deveres de informação permanente no mercado de capitais**, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 64, vol. I/II, 2004.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, **Manual de Governo das Sociedades**, Coimbra: Almedina, 2017.

ORDANINI, Andrea. MICELI, Lucia, PIZZETTI, Marta e PARASURAMAN, Parasu, **Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms**" in *Journal of Service Management*, Vol. 22 Issue 4, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, 2011, pp. 443 a 470, apud, SANTOS, João Vieira dos. **Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades**. *Revista Eletrônica de Direito*, vol. 2, junho 2015, Disponível em: <https://cije.up.pt/pt/crowdfunding-como-forma-de-capitalizacao-das-sociedades/>.

PEREIRA, Clara Martins, **Da regulação do crowdfunding de capital**, Dissertação (mestrado), Católica Faculty of law Escola de Lisboa, 2016.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz, **Direito Empresarial Esquematizado**, São Paulo: Método, 2011.

SANTOS, João Vieira dos, **Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades**, Revista Eletrônica de Direito, vol. 2, junho 2015, Disponível em: <https://cije.up.pt/pt/crowdfunding-como-forma-de-capitalizacao-das-sociedades/>.

_____, **Regime Jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)**, Revista de Direitos das Sociedades, 2017, v. 3, ano IX.

STEFFEN, César, **Meios digitais participativos e economia criativa: uma exploração das plataformas brasileiras de crowdfunding**, Intexto, n. 32, p. 156-171, 2015.

TAYLOR, Ryan, **Equiy-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, p.4, Acesso em 10/06/2020.

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

VALOR ECONÔMICO, **Fintechs crescem com empréstimos**, São Paulo, 31/08/2017, Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/5101650/fintechs-crescem-com-emprestimos>, Acesso em 20/09/2020.

WARD, Chris; RAMACHANDRAN, Vandana, **Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods**, In: Workshop on Computational Social Science and the Wisdom of Crowds at NIPS2010, 2010, p. 1-5.

WOLSON, Stephen Manuel, **Crowdsourcing and the law**, Dissertação (Mestre em Science in Information Studies) – Universidade do Texas em Austin, Texas, 2012.

YAZBEK, Otávio, **Em busca de um regime para os private placements no Brasil – Ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos**, In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.), Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos, São Paulo: Atlas, 2016, *apud*, RIBEIRO, Rafael Pellegrini e FERREIRA, Mariana Martins Costa, **Alternativas de financiamento para startups: equity crowdfunding e títulos de dívida**, Revista Brasileira de Advocacia, vol. 2, jul.-set.2016, Disponível em: http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RBA_n.02.12.PDF, Acesso em 21/04/2020.