

Equity crowdfunding. A governação da sociedade financiada

MESTRE INÊS DIAS LOPES

i.dias.lopes@gmail.com

SUMÁRIO: 1. *Introdução*. 2. *Caracterização e riscos associados ao equity crowdfunding*: 2.1. *Contextualização*; 2.2. *Processo*: 2.2.1. *Candidatura e seleção*; 2.2.2. *Contratualização*; 2.2.3. *Exposição*; 2.2.4. *Período de subscrição*; 2.2.5. *Período de detenção*; 2.2.6. *Sáida*; 2.3. *Definição*; 2.4. *Benefícios*; 2.5. *Riscos associados*. 3. *Tendências regulatórias*: 3.1. *Limites da oferta e limites ao investimento*; 3.2. *Condições impostas ao beneficiário*: 3.2.1. *Tipo societário e capital social mínimo*; 3.2.2. *Requisitos substantivos adicionais*; 3.2.3. *Requisitos estatutários*; 3.3. *Prestação de informações pré-investimento*; 3.4. *Prestação de informações e auditoria pós-investimento*. 4. *Apreciação crítica*: 4.1. *Sociedade financiada – a necessidade de um equilíbrio no governo desta realidade híbrida*; 4.2. *Custos e benefícios da divulgação de informação*; 4.3. *Propostas de soluções vinculativas (hard law)*: 4.3.1. *Deveres de informação pré-investimento*; 4.3.2. *Deveres de informação ocasional*; 4.3.3. *Deveres de informação periódica*; 4.4. *Recomendações (soft law)*: 4.4.1. *Mecanismos estatutários e acordos parassociais*; 4.4.2. *Comunicação permanente*; 4.4.3. *Participação dos sócios na vida da sociedade*. 5. *Conclusões*. 6. *Anexo*.

RESUMO: O recurso ao financiamento colaborativo de capital (*equity crowdfunding*) por pequenas empresas ou *startups* resulta no surgimento de uma realidade híbrida, marcada pela dispersão acionista e pela necessidade de uma gestão célere e flexível. Uma vez caracterizado o fenómeno e feita uma análise comparativa da regulação do *equity crowdfunding*, analisa-se esta modalidade de financiamento colaborativo à luz do Direito português, donde resultam propostas de alteração ao direito constituído e sugestões de utilização de mecanismos de *soft law* pelos fundadores das empresas financiadas.

SUMMARY: The use of equity crowdfunding by startups or small businesses leads to the emergence of a hybrid entity, where the share capital is dispersed and a fast and flexible management is required. Following the analysis of the phenomenon and a comparative study on the legislative and regulatory treatment of equity crowdfunding, this type of crowdfunding is analyzed in the light of the Portuguese

RDS X (2018), 4, 725-768

framework. As a result, several amendments to the current Portuguese framework are presented, along with the suggested use of some soft law mechanisms by the founders of the financed entities.

1. Introdução*

O governo societário é «o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas»¹, configurado com o intuito de minimizar os problemas decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão das empresas. Pretende-se criar uma estrutura que estabeleça incentivos e mecanismos de monitorização, apropriados a uma utilização eficiente dos recursos da empresa², e que contribua para «a otimização do desempenho, o reforço da capacidade competitiva, a maximização da capacidade de financiamento externo, a salvaguarda da reputação organizacional e a garantia de continuidade das organizações».³ Estes são, simultaneamente, objetivos e resultados do bom governo societário, que justificam a vocação universal do mesmo, sendo um elemento essencial em todas as empresas, mesmo para recém-nascidas pequenas empresas ou *startups* que recorrem ao *equity crowdfunding* ou financiamento colaborativo de capital.

O *equity crowdfunding* constitui um novo modelo de capitalização das sociedades comerciais que se encontra em crescimento e em desenvolvimento⁴,

* Siglas e abreviaturas: AMF – *Autorité des Marchés Financiers*; CE – Comissão Europeia; CEO – *Chief Executive Officer*; CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; CONSOB – *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*; CSC – Código das Sociedades Comerciais; CVM – Código dos Valores Mobiliários; Diretiva 2003/71/CE – Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação; EUA – Estados Unidos da América; FCA – *Financial Conduct Authority*; OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico; OICR – *Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio*; Regulamento 1/2016 – Regulamento da CMVM n.º 1/2016, sobre o Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo; RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, introduzido pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto; SEC – *Securities Exchange Commission*; SPV – *Special Purpose Vehicle*.

¹ Perspetiva operacional de *corporate governance* que consta do Relatório Cadbury (1992). Cf. TRICKER, BOB, *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, 2015, pp.30-32.

² OCDE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, p.9, disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>.

³ CÂMARA, PAULO, “Vocação e Influência Universal do Corporate Governance: uma visão transversal sobre o tema”, *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, 2011, p.17.

⁴ FORBES, *Trends show Crowdfunding to surpass VC in 2016*, 09-06-2015, data de consulta a 02-10-2016, disponível em: <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016/#8e38bab444b5>.

desafiando a tradicional separação entre sociedades de grande dimensão, abertas ao investimento do público, e as micro ou pequenas empresas e *startups*. Ao mesmo tempo, esta forma de financiamento tenta encontrar o seu espaço num contexto global juridicamente marcado por exigências de divulgação de informação que pretendem proteger os investidores, geograficamente dispersos, no mercado de capitais⁵.

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

2. Caracterização e riscos associados ao *equity crowdfunding*

2.1. Contextualização

A crise económico-financeira de 2007⁶ resultou num agravamento das dificuldades das micro e pequenas empresas em obter financiamento bancário. Paralelamente, por se encontrarem numa fase embrionária de financiamento, muitas das novas empresas e novos projetos permaneceram fora do leque de oportunidades de investimento exploradas pelos fundos de capital de risco e por *business angels*⁷. Assim surgiu um *equity gap* no ciclo de financiamento não só de

⁵ EY, *Corporate Governance in a changing Financial and Regulatory Landscape*, Report, 2016, pp.4-5, disponível em: http://www.ecgi.org/presidency/luxembourg2015/Luxembourg-Public-Policy-Whitepaper_V13.pdf.

⁶ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito Bancário*, Almedina, 5.ª ed., 2014, pp. 131-137.

⁷ WILSON, KAREN E./TESTONI, MARCO, “Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s Capital Markets”, *Bruegel Policy Contribution*, 2014, disponível em: <http://bruegel.org/2014/08/improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>, p.4. Apoiando a mesma ideia e esclarecendo a diferença entre fundos de capital de risco e *business angels*, cf. ORANBURG, SETH C. *Bridgefunding is Crowdfunding for Startups across the Private Equity Gap*, 2015, disponível em: <http://www.lawschool.cornell.edu/research/JLPP/upload/Oranburg-final.pdf>, pp. 11-16.

startups mas também de micro ou pequenas empresas (*small businesses*)⁸. É nesse contexto que surge um mercado⁹ para as novas formas alternativas de capitalização, das quais se destaca o *crowdfunding* ou financiamento colaborativo¹⁰.

A ideia subjacente ao *crowdfunding* não é nova. O recurso ao financiamento proveniente do público ou de um elevado número de investidores individuais verificou-se muito antes da emergência e globalização da *internet*¹¹. No entanto, hodiernamente, considerando o papel fundamental da *internet* na relevância crescente do *crowdfunding*, a doutrina tem entendido que o recurso a plataformas *online*, intermediárias no processo, embora não constitua um elemento essencial do *crowdfunding*, está presente na generalidade das situações¹², assumindo um papel importantíssimo na exequibilidade do financiamento colaborativo.

Com base no exposto, define-se preliminarmente *crowdfunding* como o financiamento de uma ideia ou projeto de negócio, pelo público ou por um número alargado de interessados, através de um agente intermediário, tipicamente uma plataforma *online*¹³. Na prática, o empreendedor publica a sua ideia na plataforma, no sentido de convencer os potenciais investidores a financiar o seu projeto. Ao contrário do que se passa no tradicional financiamento empresarial, qualquer pessoa pode investir, assistindo-se, assim a uma democratização que vem revolucionar o mercado de capitais¹⁴.

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

⁹ COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd – Crowdfunding Equity Investment into business*, Nesta, 2012, pp. 17-19. Em particular, sobre a capacidade do *crowdfunding* em preencher o *gap* de financiamento, cf. PENSICO, 2015 PENSICO: *Crowdfunding Report*, 2015, pp. 13-14, disponível em: http://cdn2.hubspot.net/hub/343005/file-2612198431-pdf/2015-Whitepaper_files-Retail/PENSICO_2015CrowdfundingReport_0315.pdf, pp. 13-14.

¹⁰ Outras novas alternativas: microfinanciamento e *peer-to-peer lending*. Cf. BRUTON, GARY *et al.*, “New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer to Peer Innovations”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, 2015, pp. 9-26.

¹¹ P. ex., na Índia, os mosteiros eram construídos com recurso a tijolos doados pelas famílias da comunidade local. Recentemente, em Nova Iorque, o pedestal da estátua da Liberdade foi suportado por pequenas contribuições de milhares de nova-iorquinos. Cf. SCHOLZ, NADINE, *The Relevance of Crowdfunding – The impact on the innovation process of small entrepreneurial firms*, Springer Gabler, 2015, p.7.

¹² SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, “Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades”, *Revista Eletrónica de Direito*, vol. 2, junho 2015, disponível em: <http://www.cije.up.pt/content/crowdfunding-como-forma-de-capitaliza%C3%A7%C3%A3o-das-sociedades>, pp. 7-9.

¹³ TOMCZAK, ALAN/BREM, ALEXANDER, “A conceptualized investment model of crowdfunding”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 15, 2013, pp. 338-339.

¹⁴ O *crowdfunding* é dirigido a todo o tipo de investidores, profissionais e não profissionais. Os primeiros são considerados pelos reguladores como sendo indivíduos detentores de uma grande liquidez, ao

É a tendência social do *crowdsourcing*¹⁵, i.e., «o ato de externalizar para um indefinido e grande número de pessoas, através de um convite público, uma tarefa ou função tradicionalmente realizada por um agente definido (normalmente um trabalhador)»¹⁶, que abarca o fenómeno mais restrito do *crowdfunding*. No âmbito daquela figura, o consumidor contribui voluntariamente para os processos de inovação e de produção, criando valor à empresa na medida em que serve de veículo de propagação de informação, sobretudo através da *internet*, permitindo identificar mercados e testar produtos e ideias. Desta forma, o conhecimento do público atenua a necessidade de contratar trabalhadores para a realização de tais tarefas, diminuindo custos e contribuindo para um aumento da eficiência empresarial¹⁷.

No entanto, não é apenas a participação do público que inspira o financiamento colaborativo. O conhecimento do público *per se*, ou *wisdom of the crowd*, tem igualmente um forte impacto nesta forma de financiamento. Aquele conceito baseia-se na ideia de que o juízo coletivo de um grupo de indivíduos promove, na generalidade dos casos, um melhor resultado que a decisão de um único indivíduo, ainda que este seja um especialista na matéria em questão. Contudo, esta vantagem da multidão no processo de decisão depende da existência de: *i*) diversidade de opiniões; *ii*) independência relativamente às opiniões dos restantes indivíduos; *iii*) descentralização, no sentido de que cada indivíduo aproveita o seu conhecimento e experiência provenientes da comunidade local em que se insere e; *iv*) agregação, existindo um mecanismo que converta os juízos individuais numa decisão coletiva. É esta partilha universal que fundamenta a existência de uma «*inteligência coletiva*» que origina decisões eficientes¹⁸. No âmbito do *crowdfunding*, estas decisões consistem na seleção dos projetos a apoiar através deste mecanismo.

O financiamento via *crowdfunding* pode ser obtido com recurso a uma de quatro modalidades: *i*) *crowdfunding* de investimento (*investment-based crowdfunding*), em que o investidor subscreve capital ou instrumentos de dívida

passo que os investidores não profissionais compõem o resto da multidão. Cf. JOFRE JR., OSCAR A., *Equity Crowdfunding 101 – The global guide to a Financial Revolution*, e-book, 2014, p. 13.

¹⁵ Termo introduzido por JEFF HOWE. Cf. HOWE, JEFF, *The Rise of Crowdsourcing*, *Wired Magazine*, vol. 14, junho 2006, pp. 1-4.

¹⁶ HOWE, JEFF, [Blog] *Crowdsourcing – Why the power of the crowd is driving the future of business*, disponível em: <http://www.crowdsourcing.com/cs/>, data de consulta a 20-4-2016. A Wikipedia é um exemplo de *crowdsourcing*.

¹⁷ SCHWIENBACHER, ARMIN/LARRALDE, BENJAMIN, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, 2012, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=1699183, pp. 5-6.

¹⁸ SUROWIECKY, JAMES, *The Wisdom of Crowds*, Anchor, 2004, pp. 3-22. P. ex, nos mercados de jogo e aposta desportiva, em que, de um modo geral, os mercados são relativamente eficientes, i.e., têm uma boa capacidade de leitura da informação disponível e de previsão de resultados.

da empresa beneficiária; *ii) crowdfunding* por empréstimo (*lending-based crowdfunding*), em que o capital investido é concedido em forma de empréstimo, reembolsado com ou sem juros; *iii) crowdfunding* com recompensa (*reward-based crowdfunding*), em que é atribuída aos investidores uma recompensa não financeira (geralmente um exemplar do produto ou serviço); *iv) crowdfunding* através de donativo (*donation-based crowdfunding*), em que os investidores não recebem qualquer contrapartida; e *v) invoice trading crowdfunding*, em que as empresas vendem a terceiros faturas, ou outros créditos por solver¹⁹.

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

2.2. **Processo**

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

O processo de financiamento divide-se em seis fases: candidatura e seleção; contratualização; exposição; prazo de subscrição; período de detenção; saída²¹.

2.2.1. *Candidatura e seleção*

Os fundadores da empresa submetem a sua candidatura a uma plataforma *online* que seleciona os melhores projetos através da realização de uma auditoria

¹⁹ CE, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final, maio de 2016, disponível em: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf, pp. 8-9.

²⁰ FUTKO, JASON, *Equity vs. Debt Crowdfunding*, *Crowdfund Insider*, disponível em: <http://www.crowdfundinsider.com/2014/09/50628-equity-vs-debt-crowdfunding/>, data de consulta a 14-07-2016.

²¹ Adotando a divisão de HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, “The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An empirical analysis”, *Crowdfunding in Europe – State of Art in Theory and Practice*, Springer International Publishing, Suíça, 2016, pp. 75-82.

prévia (*due diligence*). Nesta auditoria, o intermediário utiliza os mais variados métodos para aferir da qualidade do projeto, desde a realização de questionários *online* até à análise do plano de negócio ou dos *ratings* da própria empresa. Adicionalmente, o valor atual da empresa é geralmente calculado com base no desconto de *cash flows* futuros a partir do valor expectável da receita obtida via *crowdfunding* com a venda da participação social da empresa, ou instrumento financeiro, no final de um determinado período de detenção da mesma²².

2.2.2. Contratualização

Depois de aprovada a candidatura, os fundadores e a plataforma contratualizam entre si as condições de financiamento, de *marketing* e dos serviços administrativos e jurídicos prestados pela plataforma. Posteriormente, os fundadores definem o montante de capital que se pretende atingir e o número de participações sociais em que se divide, caso não estejam em causa outros instrumentos financeiros²³.

Cada plataforma pode adotar um de dois modelos de financiamento: *all-or-nothing* ou *keep-it-all*. No primeiro modelo, o mais utilizado pelas plataformas, se o montante de capital previsto não é atingido, o projeto não é financiado e os investidores recebem o seu investimento de volta. No modelo *keep-it-all*, as plataformas permitem que o financiamento continue ainda que o objetivo não tenha sido atingido, em contrapartida de uma maior remuneração da plataforma, sendo, desta forma, o risco alocado nos investidores²⁴.

Adicionalmente, as plataformas *online* podem optar por uma estrutura de investimento direto ou de investimento indireto. Nesta última estrutura é utilizado um veículo de investimento (SPV) que subscreve os valores mobiliários da nova empresa sendo que, por sua vez, os investidores subscreverão capital ou

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

²³ HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, *The Financing...*p. 75-77.

²⁴ CUMMING, DOUGLAS J./LEBOEUF, GAEL/SCHWIENBACHER, ARMIN, *Crowdfunding Models: Keep-it-all vs. All-or-nothing*, 2015, disponível em: <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/Crowdfunding-Models-KeppItAll-AllorNothing.pdf>. Na esmagadora maioria dos casos, as plataformas recorrem ao modelo *all-or-nothing*. Em Portugal, o artigo 9.º do Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (RJFC), introduzido pela Lei n.º 102/2015 de 24 de agosto, estabelece o modelo *all-or-nothing*, com possibilidade de uma única alteração de prazo ou do montante da oferta.

outro instrumento financeiro desse veículo²⁵. No investimento direto, o investidor subscreve capital ou outros instrumentos financeiros da nova empresa.

Por fim, existem diferentes estruturas de remuneração de plataformas de *equity crowdfunding*. Identificam-se três tendências: remuneração pelos fundadores do novo projeto, remuneração por fundadores e investidores e remuneração apenas por investidores. Na primeira hipótese, a mais utilizada, a plataforma tem direito a uma pequena percentagem do capital angariado quando a campanha é bem-sucedida. No segundo modelo de remuneração a única diferença reside no facto de aos investidores ser cobrada uma percentagem do montante investido, sendo que, quando a campanha é bem-sucedida, algumas plataformas cobram, em alternativa ou cumulativamente, uma percentagem do lucro. Em relação ao terceiro mecanismo de remuneração, aplica-se a mesma ordem de ideias no que toca aos investidores²⁶.

2.2.3. *Exposição*

A ideia e modelo de negócio são divulgados na plataforma, através da utilização de descrições, vídeos, etc. Cabe aos interessados analisar cada projeto, dado que a plataforma não pode fornecer conselhos de investimento²⁷.

2.2.4. *Período de subscrição*

Os interessados podem subscrever as participações sociais ou instrumento financeiro da empresa dentro de um determinado prazo, segundo dois modelos de subscrição: «*offer-acceptance*» e «*invitation to treat*». No primeiro modelo, através de um clique num botão de aceitação na plataforma *online*, o investidor confirma a oferta da sociedade emitente e o contrato celebra-se. No segundo, ao clicar no botão *online*, o investidor indica que está interessado na subscrição, cabendo à entidade emitente a decisão de aceitação²⁸.

²⁵ Estrutura comum no Reino Unido e com alguma presença em França. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*, Report, maio 2015, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf, p.5.

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

²⁷ HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, *The Financing*...p. 77-79.

²⁸ HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, *The Financing*...p. 80.

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

2.2.5. Período de detenção

O período de detenção do instrumento financeiro (de capital ou outro) varia consoante a plataforma e/ou o projeto, situando-se, em média, entre os 5 e os 10 anos. Durante esse período, o investidor vai sendo informado relativamente ao desenvolvimento do negócio³¹. A liquidez deste tipo de investimento é muito reduzida, dada a parca existência de mercados secundários de transação dos instrumentos subscritos³².

2.2.6. Saída

A saída ocorre no termo do período de detenção do investimento, se não estiver acordado um mecanismo de prolongamento automático³³.

2.3. Definição

Tendo em conta a relação estabelecida entre beneficiários/fundadores e investidores, o *equity crowdfunding* envolve uma oferta ao público, como moda-

²⁹ Sobre a matéria cf. ANTUNES, JOÃO MORAIS, *Do Contrato de Depósito Escrow*, Coimbra, Almedina, 2007.

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

³¹ HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, *The Financing...*p. 80-81.

³² No entanto, já existem plataformas de financiamento colaborativo de capital que, ao mesmo tempo, integram um sistema de negociação alternativo para valores mobiliários de sociedades privadas. Cf. TORRIS, Therese, French Alternativa: “Equity Crowdfunding with a Secondary Market”, *Crowdfunding Insider*, disponível em: <http://www.crowdfundinsider.com/2015/07/71505-french-alternativa-equity-crowdfunding-with-a-secondary-market/>, data de consulta a 14-07-2016.

³³ HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, *The Financing...*p. 81. Em 2015 registaram-se as duas primeiras “saídas” no mercado britânico de *equity crowdfunding*, com a aquisição da maioria das ações da E-car Club pelo grupo Europcar. Cf. NESTA/UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, *Pushing Boundaries – The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, fevereiro 2016, disponível em: <http://www.nesta.org.uk/publications/pushing-boundaries-2015-uk-alternative-finance-industry-report>, p. 43.

lidade particular de proposta contratual dirigida a uma generalidade de pessoas. Existe uma «declaração feita por uma das partes (...) que, uma vez aceite pela outra, dá lugar ao aparecimento de um contrato», estando verificados os requisitos de completude, de existência de uma intenção inequívoca de contratar e de forma.³⁴ Trata-se de uma proposta, feita por intermédio de uma plataforma *online* ou através de meio de divulgação equivalente, pelos beneficiários/fundadores do projeto, de subscrição de participações sociais da sua empresa, ou de outros instrumentos financeiros da sua empresa («*equity-like arrangements*»)³⁵⁻³⁶, dirigida a uma generalidade de potenciais investidores.

Tipicamente, as ações representativas do capital social podem ser de duas categorias. Por um lado, ações ordinárias, «(...) exprimindo a situação típica comum de acionista(...)»³⁷, integrando, no seu acervo de direitos, entre outros, o direito aos dividendos e o direito ao voto, bem como o direito de preferência na subscrição de capital em aumento por entradas em dinheiro³⁸. Geralmente, esta categoria de ações é subscrita por investidores de maior dimensão, dado o preço mais elevado da ação, ao passo que o pequeno investidor subscreve ações de categoria B que, na esmagadora maioria dos casos, não integram direitos de

³⁴ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil Português*, Parte Geral I, Tomo I, 3ª ed., Almedina, 2009, pp. 552-558.

³⁵ COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd*...p. 10. «*Equity-like arrangements*» é um termo utilizado em AHLERS, GERIT K.C/CUMMING, DOUGLAS/GÜNTER, CHRISTINA/SCHWEIZER, DENIS, “Signaling in Equity Crowdfunding”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2015, pp. 957, para caracterizar os mecanismos que não constituem ações ou quotas. Esses mecanismos são especificados pelos seguintes autores: HORNUF, LARS/SCHWIENBACHER, ARMIN, *The Emergence of Crowdfunding in Europe: With an In-Depth Analysis of the German Market*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2481994, p. 15, e HAGEDORN, ANJA/PINKWART, ANDREAS, *The Financing*...pp. 75-77.

³⁶ Apenas o legislador italiano limita o mecanismo de financiamento colaborativo de capital à oferta e subscrição de participações sociais. Cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 37. Contrariamente, na Alemanha, o mecanismo de *equity crowdfunding*, entendido como exceção à elaboração de prospeto, apenas é permitido para *equity-like arrangements*, sendo que as ofertas de participações sociais estão sujeitas à elaboração de prospeto. Cf. KLÖHN, LARS/HORNUF, LARS/SCHILLING, TOBIAS, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2595773, pp. 5-8. Por sua vez, a ordem jurídica portuguesa opta por uma referência à finalidade do valor mobiliário utilizado: no artigo 3.º, *al. c*) do RJFC, o financiamento colaborativo de capital é definido como aquele «*pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros*», abrangendo, p. ex., direitos participação nos lucros por terceiro ou contratos de associação em participação.

³⁷ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed. Almedina, 2012, p. 396.

³⁸ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito*...pp. 306, 366-367.

voto nem direitos de subscrição preferencial.³⁹⁻⁴⁰ A criação de outras categorias de ações, nomeadamente de ações privilegiadas – como as ações preferenciais sem direito de voto – embora não seja prática nas atuais plataformas de *equity crowdfunding*, continua a ser possível com base na autonomia contratual quer dos beneficiários, quer das plataformas de financiamento⁴¹.

Na categoria de *equity-like arrangements* importa considerar os acordos de participação nos lucros⁴². Nesta modalidade inserem-se, por um lado, os direitos aos lucros (*profit participation rights*)⁴³, um simples contrato em que o investidor não toma a qualidade de sócio mas apenas a de terceiro participante nos lucros do empreendimento – tendo direito, a x% do lucro do exercício – sendo que a relação jurídica entre o investidor e a empresa surge de um acordo cujo conteúdo se encontra no domínio da autonomia da vontade, dentro dos limites legais⁴⁴. Na hierarquia de satisfação dos pagamentos, o investidor surge como credor da sociedade, sendo pago com prioridade em relação aos dividendos dos sócios⁴⁵. Por outro lado, pode ainda recorrer-se à associação em participação, contrato pelo qual alguém, que pode exercer ou não uma atividade económica,

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

⁴⁰ O facto de as ações de categoria B não deterem direitos de preferência na subscrição de novas ações por entrada em dinheiro tem sido muito criticado na medida em que contribui para uma crescente diluição da massa acionista. Cf. AHMED, MURAD, “Critics raise concern about equity crowdfunding site Crowdcube”, *The Financial Times*, 26 de Maio, 2015, disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e9d998c2-ee93-11e4-88e3-00144feab7de.html#axzz47LzbQIDT> data de consulta a 20-04-2016.

⁴¹ ENNICO, CLIFF, *Crowdfunding Handbook*, Amazon, 2016, pp. 48-53.

⁴² COUTO, ANA SÁ/COLAÇO, FREDERICO ROMANO, “O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39, 2015, p.131, WILSON, KAREN E./TESTONI, MARCO, “Improving the role...”, p. 2, e SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS, “Crowdfunding...” p.15-16.

⁴³ MZS RECHTSANWÄLTE, *Profit Participation Rights*, disponível em: <http://www.mzs-law.com/financial-professionals/financing-of-companies/profit-participation-rights.html>, data de consulta: 21-04-2016. Este tipo de compensação é muito comum na Alemanha e na Áustria. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding – Insights from regulators in the EU*, p.5.

⁴⁴ Na ordem jurídica portuguesa pode-se recorrer ao instituto da participação nos lucros pelos promotores ou fundadores, nos termos dos artigos 16.º, n.º1 e 279.º do CSC. Cf. GOMES, FÁTIMA, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, 2011, pp. 442-446.

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

se associa a uma sociedade comercial, contribuindo para a atividade com uma prestação patrimonial e recebendo, em retorno, uma percentagem dos lucros da atividade, participando, assim nos lucros e perdas da entidade beneficiária⁴⁶. Finalmente, no âmbito da distribuição de lucros, é ainda possível recorrer a um empréstimo com participação nos lucros (*profit-participating loan*), que consiste num mútuo em que o mutuante recebe uma percentagem dos lucros – ou de receita – da empresa, sendo geralmente contratualizado o pagamento de um juro fixo em cada prestação⁴⁷.

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

Finalmente, é ainda possível subscrever obrigações convertíveis em ações⁴⁹ em sede de *equity crowdfunding*. Um tipo de valor mobiliário que integra, por um lado, o direito à restituição do capital mutuado e o recebimento dos respetivos juros, e, por outro, o direito de converter a obrigação numa ação da sociedade em causa, numa determinada janela temporal⁵⁰.

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

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

⁴⁷ MZS RECHTSANWÄLTE, *Profit Participating Loans*, disponível em: <http://www.mzs-law.com/financial-professionals/financing-of-companies/profit-participating-loans.html>, data de consulta: 21-04-2016.

⁴⁸ COUTO, ANA SÁ/COLAÇO, FREDERICO ROMANO, “O Equity Crowdfunding...”, p. 131, e MASSOLUTION, *Crowdfunding Industry Report*, 8 de Maio, 2012, p. 25, disponível em: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>, p. 25; MOLICK, ETHAN, “The Dynamics of crowdfunding: an exploratory study”, *Journal of Business Venturing*, n.º 29, 2014, pp. 1-16, p. 3.

⁴⁹ Artigos 365.º a 372.º do CSC.

⁵⁰ CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed. Coimbra, Almedina, 2011, pp. 161-165. Em 2015, apenas 8 plataformas europeias permitiam a utilização deste tipo de compensação. Cf. ESMA, *Investment-based crowdfunding...* pp.5-6.

empresa –, por intermédio de uma plataforma *online*, ou através de meio de divulgação equivalente.

2.4. *Benefícios*

A primeira vantagem associada ao *equity crowdfunding* prende-se com a capacidade desta forma de financiamento em preencher o já referido *equity gap* que as pequenas empresas e *startups* enfrentam.⁵¹ Para além de conseguirem financiamento, os beneficiários de *equity crowdfunding* escapam aos elevados custos associados ao recurso ao mecanismo tradicional das ofertas públicas de subscrição. Ao mesmo tempo, ao cederem parte do capital social da empresa a mais pessoas, os beneficiários deixam de acarretar todo o risco do negócio, ao contrário do que acontece no financiamento por endividamento nos moldes tradicionais⁵². Também o facto de não ser necessário ceder qualquer prestação de garantia, de não ser necessário reembolsar o capital investido em caso de insolvência e de os fundadores do projeto garantirem um maior controlo da sociedade, em comparação com a governação das sociedades de capital de risco, tornam esta forma de financiamento mais atrativa para projetos com um elevado risco inicial, com pouca ou nenhuma liquidez e com uma grande dependência de uma gestão próxima dos seus fundadores⁵³.

Com o *equity crowdfunding* assiste-se ainda a uma “democratização” da qualidade de investidor a todas as pessoas e não apenas a investidores profissionais ou familiares e amigos dos fundadores de novos projetos⁵⁴. Esta rede de investidores, diferenciados e dispersos geograficamente, pode contribuir para a construção da credibilidade da empresa e proporciona uma distribuição geográfica de oportunidades acessíveis a uma variedade de projetos que de outro modo não obteriam financiamento⁵⁵.

Finalmente, urge destacar o importante papel das plataformas de financiamento. O facto de atuarem como centrais de informação e de agregação

⁵¹ Sobre esta virtude, cf. DEFFAINS-CRAPSKY, CATHERINE/SUDOLSKA, AGATA, “Radical Innovation and early stage financing gaps: Equity-based crowdfunding challenges”, *Journal of Positive Management*, vol. 5, n.º 2, 2014, pp. 9-19.

⁵² LEHNER, OTHMAR M., “Crowdfunding Social Ventures: a model and research agenda”, *Venture Capital*, vol. 15, n.º 4, 2013, pp. 295, 298.

⁵³ TAYLOR, RYAN, “Equity-Based Crowdfunding: Potential Implication for Small Business Capital”, *SBA Office of Advocacy*, Issue Brief no.5, disponível em: https://www.sba.gov/sites/default/files/advocacy/Issue-Brief-5-Equity-Based-Crowdfunding_2.pdf, pp. 3-4.

⁵⁴ DIBAJI, REZA, “Crowdfunding Delusions”, *Hastings Business Law Journal*, vol. 12, n.º1, 2015, p.38.

⁵⁵ TAYLOR, RYAN, “Equity-Based Crowdfunding...”, p.4.

de oferta e de procura e de terem um forte incentivo à realização de auditorias a cada projeto (*due diligence*) contribui para um aumento da eficiência dos investimentos⁵⁶. Ao mesmo tempo, por fazerem essa avaliação, as plataformas de financiamento enviam sinais de legitimidade e de segurança aos potenciais investidores, bem como sinais de confiança e transparência, permitindo a cada potencial investidor observar quantos outros acreditam no projeto. Por fim, é de grande relevância a função de *marketing* executada pelas plataformas, permitindo aos fundadores testar a reação do público às suas ideias ainda antes de estas serem postas em prática⁵⁷.

2.5. *Riscos associados*

O fator incerteza está intimamente associado ao *equity crowdfunding*. Como já referido, o risco de insucesso do tipo de projetos financiados por esta via é muito elevado, sendo esse o maior risco para os investidores⁵⁸. A incerteza agrava-se se se tiver em conta a generalizada falta de profissionalização da gestão destas empresas, lideradas pelos fundadores do projeto⁵⁹. O elevado grau de risco contribui para a dificuldade de avaliação do projeto, podendo beneficiar ou prejudicar os sócios da empresa no futuro⁶⁰. Negativamente relevante para os investidores é também o facto de não existir ainda um mercado secundário consolidado para as ações subscritas ao abrigo desta forma de investimento⁶¹.

A potencialidade de um grande número de investidores deter uma participação na empresa é outra causa de muitos dos problemas apontados ao *equity crowdfunding*. Em primeiro lugar, a diluição das ações, provocando uma grande redução no montante investido por cada investidor e acompanhada pelo fator *longo-prazo* para a obtenção de lucros, pode ser responsável por algum desinteresse do investidor no desempenho da empresa⁶². Justifica-se assim a falta de incentivo dos investidores em avaliar os projetos e realizar uma *due diligence*

⁵⁶ DEHNER, JOSEPH J./KONG, JIN, “Equity-Based Crowdfunding Outside the USA”, *University of Cincinnati Law Review*, vol. 83, 2014-2015, pp. 440-442.

⁵⁷ GABISON, GARRY A., “Equity Crowdfunding: All Regulated but not equal”, *DePaul Business & Commercial Law Journal*, vol. 13, 2015, pp. 363-366.

⁵⁸ SCHWARTZ, ANDREW, “The Digital Shareholder”, *Minnesota Law Review*, vol. 100, n.º 2, 2015, p. 630.

⁵⁹ TURAN, SEMEN SON, “Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle”, *Journal of Financial Innovation*, vol. 1, n.º 2, 2015, pp. 148-149.

⁶⁰ COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd...* p. 23.

⁶¹ TURAN, SEMEN SON, “Stakeholders...”, p.149.

⁶² COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd...* p. 30, e WROLDSEN, JACK, *Proactive Law*

independente, problema que afeta sobretudo os esquemas de *all-or-nothing crowdfunding*⁶³. Neste sentido e tendo em conta que tudo se passa à distância (*online*), o risco de não se estabelecer um adequado nível de comunicação entre a gestão e os investidores pode contribuir para alguma inércia dos gestores. Em contrapartida, um elevado número de sócios, com direitos de informação e interessados em exercer os seus direitos, poderá consumir excessivamente o tempo e os recursos necessários à gestão que, na fase embrionária da empresa, deve focar-se prioritariamente no crescimento e viabilização do projeto⁶⁴. Não se esqueça, ainda, que a prática generalizada de emissão de ações de categoria B e de outros instrumentos financeiros que não constituem participações sociais, aliada ao facto de o pequeno investidor não ter um grande poder de compra, acentua a diluição da massa acionista⁶⁵. Desenha-se assim o contexto perfeito para o surgimento de problemas de agência na governação da sociedade financiada. De um lado, embora com pouco contacto com a empresa e algum desinteresse, os investidores desejam que os gestores/fundadores da empresa promovam a viabilidade da empresa a longo-prazo. De outro, os fundadores que, apesar da sua participação na empresa, poderão cair na tentação de querer retirar algum proveito do seu estatuto de empresário mais cedo do que é suposto⁶⁶.

O problema de agência e o risco de insucesso agravam-se se se tiver em conta o elevado grau de assimetria de informação existente neste tipo de financiamento. Os fundadores têm acesso a mais e melhor informação. A justificação reside não só no já mencionado desinteresse do investidor, mas também no reduzido grau de formação financeira do pequeno investidor, que não pode ser aconselhado nos seus investimentos pelas plataformas de financiamento⁶⁷. Estes fatores potenciam o agravamento do fenómeno de *free riding* entre os investidores, assistindo-se a uma imitação do investimento do reduzido número de

as a *Competitive Advantage in Crowdfunding*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2655837, p.10.

⁶³ GABISON, GARRY A., “The Incentive Problems with the All-or-Nothing Crowdfunding Model”, *Hastings Business Law Journal*, vol. 12, n.º.3, 2015-2016, pp 501-505.

⁶⁴ COLLINS, LIAM/PIERRAKIS, YANNIS, *The Venture Crowd...* pp. 27-28, e WROLDSEN, JACK, *Proactive Law as a Competitive Advantage in Crowdfunding*, 2015, p.10.

⁶⁵ WILSON, KAREN E./TESTONI, MARCO, “Improving the role...”, p. 8.

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

⁶⁷ SCHWARTZ, ANDREW, “The Digital Shareholder...”, pp. 631-633, e VALANCIENE, LORETA/JEGELEVICIUTE, SIMA, “Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks”, *Economics and Management*, vol. 18, n.º1, 2013, pp. 39-48, p.44.

investidores mais informados, sendo que os custos de *due diligence* são alocados apenas a estes últimos⁶⁸.

Estes riscos acentuam-se no contexto do quadro legislativo que paulatinamente se vem desenvolvendo para o financiamento colaborativo de capital. As ordens jurídicas têm reagido ao aparecimento desta nova modalidade de *crowdfunding* consagrando exceções às exigências de prestação de informação. Neste contexto, a proteção do investidor poderá ser comprometida na medida em que a informação publicada é muito menor quando comparada com aquela que é publicada por empresas com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado. Esta diminuição de exigências poderá acentuar o desinteresse do investidor, o risco de existência de problemas de agência, bem como o risco de fraude⁶⁹.

A assimetria de informação, a falta de formação dos investidores, o facto de todo o processo ter seguimento via *online* e a inexistência de barreiras à entrada são condições que promovem a existência de um “*lemons problem*” no âmbito do *equity crowdfunding*⁷⁰. Tendo os investidores acesso a menos informação que os fundadores do projeto, e tendo em conta o risco do negócio, os investidores estarão dispostos a pagar menos por uma participação. Por sua vez, os fundadores de projetos honestos e com potencial, por terem acesso a essa informação, não estão dispostos a baixar o valor de subscrição, ao passo que fundadores de projetos maus e/ou fraudulentos, estão dispostos a vender a sua ação praticamente a qualquer preço. Isto faz com que os investidores tenham uma maior tendência em investir em maus projetos, criando-se uma seleção adversa⁷¹.

Por fim, embora não exista a obrigação de divulgação de todos os pormenores do negócio, os seus fundadores poderão enfrentar o risco de perda de controlo de potenciais direitos de propriedade industrial sobre a sua ideia por publicarem *online* o projeto, antes de obterem fundos suficientes para patentear o mesmo⁷².

⁶⁸ DIBAJI, REZA, “Crowdfunding Delusions...”, pp. 39-40.

⁶⁹ O risco de fraude consiste na potencialidade de falsos projetos captarem investimento disponível. Cf. VALANCIENE, LORETA/JEGELEVICIUTE, SIMA, “Valuation of Crowdfunding...”, p.44.

⁷⁰ AKERLOF, GEORGE, “The Market for «Lemons»: Quality uncertainty and the market mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n.º 3, agosto 1979, pp. 488-500.

⁷¹ Sobre o assunto, cf. TOMBOC, GMELEEN FAYE, “The Lemons Problem in Crowdfunding”, *The John Marshall Journal of Information Technology & Privacy Law*, vol. 30, 2013, 253-280; IBRAHIM, DARIAN M., “Equity Crowdfunding: a market for lemons?”, *Minnesota Law Review*, vol. 100, 2015, pp. 561-607.

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

3. Tendências regulatórias

O recurso às tradicionais ofertas públicas de valores mobiliários implica o cumprimento de complexas obrigações de prestação de informações e de registo. Tais exigências representam custos de financiamento que as pequenas empresas e *startups* não conseguem suportar no seu início de atividade⁷³. É neste contexto que sucessivos diplomas legislativos relativos ao *crowdfunding* vêm surgindo recentemente em várias ordens jurídicas, abrindo novos horizontes nas formas de capitalização das empresas.

Tendo por base o estudo comparado das novidades legislativas e regulatórias da Alemanha⁷⁴, Espanha⁷⁵, EUA⁷⁶, França⁷⁷, Itália⁷⁸, Portugal⁷⁹ e Reino Unido⁸⁰, neste capítulo analisam-se as principais tendências em matéria regulatória, nomeadamente os pontos que relevam para a governação da sociedade financiada com recurso ao *equity crowdfunding*.

3.1. Limites da oferta e limites ao investimento

No que se refere à oferta pública de valores mobiliários, a Diretiva 2003/71/CE estabelecia a publicação de prospeto para ofertas que, individualmente e no quadro temporal de 12 meses, pretendam angariar pelo menos €5 milhões⁸¹.

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

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

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

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

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

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

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

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

⁸¹ Atualmente, parcialmente revogada pelo Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho. Cf. ESMA, *Opinion – Investment-based crowdfunding*, Esma/2014/13398, dezembro 2014, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf, pp. 13-14.

Em Portugal, esta regra mantém-se no artigo 111.º, n.º1, *al. i)* do CVM, isentando as ofertas até àquele montante da obrigação de publicação de prospeto. Este é o limite máximo superior para o regime jurídico aplicável ao *crowdfunding*, um enquadramento mais favorável e com menos custos para o oferente na medida em que o isenta da publicação de prospeto⁸².

No âmbito da regulamentação e legislação aplicável ao *crowdfunding*, registam-se três tendências no estabelecimento do limite de subscrição por oferta, no prazo de 12 meses. A maioria das ordens jurídicas analisadas opta por uma limitação simples, com um valor máximo de subscrição⁸³. Diversamente, na Alemanha, o limite de subscrição varia consoante o tipo de valor mobiliário ou de instrumento financeiro transacionado⁸⁴. Por outro lado, em alguns países, o limite da oferta diferencia-se consoante o tipo de investidor a que se dirige⁸⁵.

A distinção entre investidores profissionais e não profissionais é uma tendência marcante. Os ordenamentos jurídicos analisados diferenciam tipos de investidores ao estabelecerem limites quantitativos à subscrição por cada investidor. A distinção pode ser feita com base nos rendimentos anuais do investidor, na sua natureza jurídica e na caracterização do mesmo como investidor profissional⁸⁶.

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

⁸³ É o caso da Itália e Reino Unido, com um limite de €5 milhões, e de França, limitando a oferta em €2.5 milhões. Cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 39. Também nos EUA se verifica esta tendência, limitando-se a oferta em €1 milhão. Cf. EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *Review of Crowdfunding Regulation – Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, 2014, disponível em: <http://eurocrowd.org/2014/12/12/ecn-review-crowdfunding-regulation-2014/>, p. 232.

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

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

⁸⁶ Em Portugal, o regulador utiliza as três situações para excecionar a aplicação dos limites, de €3 mil por oferta e de €10 mil de total de investimentos, a pessoas coletivas, a pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €70 mil e aos investidores profissionais nos termos do CVM, aos quais não são impostos limites de investimento, estando apenas restringidos pelo limite geral aplicável a cada oferta. Cf. artigo 12.º do Regulamento 1/2016. No Reino Unido, em que a oferta pública

Em Itália, a qualificação do investidor mostra-se especialmente importante, na medida em que, para que a oferta pública possa ser válida e eficaz, é necessário que pelo menos 5% do capital seja subscrito por um investidor profissional⁸⁷.

3.2. Condições impostas ao beneficiário

3.2.1. Tipo societário e capital social mínimo

Para uma análise do governo societário das sociedades financiadas via *equity crowdfunding*, mostra-se relevante analisar alguns aspetos dos tipos societários que podem dar forma a estas novas empresas. Neste ponto particular do presente estudo comparatístico a análise recai sobre as ordens jurídicas italiana, espanhola, francesa, portuguesa e britânica⁸⁸.

Ao qualificar o financiamento colaborativo de capital, na *al. c)* do artigo 3.º do RJFC, o legislador português faz referência a «participação no respetivo capital social». *Ubi lex non distinguit, necque nos distinguere licet*. Neste sentido, o legislador admite a possibilidade de não apenas sociedades anónimas, mas também outros tipos societários, nomeadamente as sociedades por quotas, poderem recorrer ao *equity crowdfunding*⁸⁹. De facto, o RJFC constitui lei especial relativamente ao CVM, considerando as condições particulares⁹⁰ do tipo de sociedades que recorre ao *crowdfunding* e incluindo no seu âmbito de aplicação as ofertas ao

de valores mobiliários de elevado risco de liquidez («*non-readily realisable securities*») é bastante restrita, sendo apenas permitida a determinadas categorias de investidores, os investidores não qualificados apenas poderão proceder à subscrição se não ultrapassarem 10% dos seus ativos financeiros. Cf. FCA, *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet*, PS14/4, março 2014, disponível em: <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>, pp.35-39. Em relação aos restantes países analisados, cf. CE, *Crowdfunding in the EU*...p. 40.

⁸⁷ BUTTURINI, PAOLO, “Financial Crowdfunding Regulation in EU countries”, *Crowdfunding for SMEs: A european perspective*, Palgrave Macmillan UK, 2016, p. 195.

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

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

⁹⁰ Sobre a relação de especialidade, cf. ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *O Direito – Introdução e Teoria Geral*, 13ª edição refundida, Almedina, 2005, pp. 527-529.

público relacionadas com sociedades por quotas, tipo societário mais comum em Portugal. Limitar a aplicação do diploma às sociedades anónimas resultaria numa inaplicabilidade prática do *equity crowdfunding*, considerando o requisito de capital mínimo de €50.000⁹¹ que não é compatível com a situação financeira da generalidade dos pequenos negócios que a ele recorrem. Não obstante, as sociedades anónimas que recorrem ao *equity crowdfunding*, são consideradas sociedades abertas⁹².

Em Espanha, o legislador é mais claro, referindo-se simultaneamente à emissão e subscrição de ações ou de participações de *sociedades de responsabilidade limitada*⁹³. Em Itália, para além da opção entre *società per azioni e società a responsabilità limitata*, a empresa pode optar pela forma cooperativa⁹⁴. Por sua vez em França, a legislação faz apenas referência a ações como participação social subscrita via *equity crowdfunding*⁹⁵. Finalmente, relativamente à ordem jurídica britânica, perante a ausência de qualquer menção a tipos societários ou a participações sociais a serem subscritas via *equity crowdfunding*, opta-se por fazer uma referência ao tipo societário mais comum nas sociedades que recorrem a este tipo de financiamento, a *private company limited by shares*.

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

3.2.2. *Requisitos substantivos adicionais*

Enquanto nas restantes ordens jurídicas o legislador não impõe quaisquer requisitos aos projetos que poderão recorrer ao *crowdfunding*, em Itália a lei estabelecia, até 2017, condições que restringiam bastante o âmbito de apli-

⁹¹ Artigo 276.º, n.º5 do CSC.

⁹² Artigo 13.º, n.º1, a) e b) do CVM. Cf. CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito...* pp. 513-514. O legislador português não clarifica se o beneficiário que recorre ao *equity crowdfunding* deve ser uma sociedade já constituída ou a constituir. Nesta última alternativa ocorrerá um apelo à subscrição pública nos termos dos artigos 279.º e ss. do CSC, com algumas dificuldades de aplicação prática em sede de financiamento colaborativo, por se tratar de uma subscrição sucessiva, composta por várias etapas. Cf. DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, Anot. ao artigo 279.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. V, Coimbra, Almedina, 2012, p.116.

⁹³ Artigo 50.º, n.º1 da *Ley 5/2015*.

⁹⁴ CONSOB, *Equity Crowdfunding*, disponível em: <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>, data de consulta a 23-07-2016.

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

⁹⁶ *Vide Anexo*.

cação desta forma de financiamento. Com efeito, até 2017, apenas empresas que se qualificassem como «*startup innovativa*» ou «*piccola e media impresas innovativas*» (*pmi innovativas*)⁹⁷ podiam recorrer ao *equity crowdfunding*. Destaque para a imposição de um único ou principal objeto social de desenvolvimento, produção ou comercialização de produtos ou serviços de alta tecnologia inovadora (apenas para a *startup innovativa*) e para a necessidade de preenchimento de dois de três requisitos: *i*) realização de despesas em pesquisa e desenvolvimento iguais ou superiores a 20% ou 3% (consoante se trate de *startup* ou de *pmi*) do maior valor entre o custo e o valor total da produção; *ii*) pelo menos 1/3 ou 1/5 dos funcionários (consoante se trate de *startup* ou de *pmi*) deverão ser doutorados ou deverão frequentar doutoramento; e *iii*) titularidade de patente diretamente relacionada com a atividade principal⁹⁸.

3.2.3. Requisitos estatutários

Relativamente aos estatutos da sociedade, o regulador italiano impõe a inserção de uma cláusula que regule a posição do investidor na hipótese de cedência, posterior à oferta, da participação social de um sócio maioritário a um terceiro⁹⁹. A legislação espanhola, por seu turno, estabelece que os estatutos das empresas que recorrem ao *equity crowdfunding* deverão: *i*) consagrar o direito de presença na assembleia geral através de meios telemáticos; *ii*) assegurar o direito de representação na assembleia geral por qualquer pessoa; *iii*) estabelecer a comunicação, à sociedade e aos sócios, dos acordos parassociais que tenham por objeto o exercício do direito de voto nas assembleias gerais ou que estejam relacionados com a transmissibilidade dos valores representativos de capital¹⁰⁰.

3.3. Prestação de informações pré-investimento

No âmbito das informações e avisos¹⁰¹ que as plataformas devem disponibilizar nos seus *websites* e nos documentos relativos a cada oferta em particu-

⁹⁷ Artigo 2.º, c) do *Regolamento sulla raccolta...*p.3. Para uma abordagem geral a estes requisitos, cf. BUTTURINI, PAOLO, “Financial Crowdfunding Regulation...”, pp. 193-198. Com a *Legge 9 dicembre 2016* as pequenas e médias empresas (*pmi*) passaram a poder recorrer ao *crowdfunding*.

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

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

¹⁰⁰ Artigo 80.º da *Ley 5/2015*.

¹⁰¹ Avisos aos potenciais investidores sobre o nível de risco presente em investimentos de *equity crowdfunding*, relativos, p. ex., à dificuldade ou falta de mercado secundário (risco de liquidez), ao

lar, destinados aos investidores, constam informações específicas relativas aos beneficiários de cada oferta. Na generalidade dos ordenamentos jurídicos, os beneficiários devem preencher um formulário com informações-chave para a tomada de decisão do investidor. Contudo, o tipo de informações solicitadas e os seus detalhes dependem exclusivamente da descrição, nos termos da lei, de cada ordem jurídica, existindo casos em que o regulador adota uma posição liberal em relação à informação exigida, sendo paradigmática desta tendência a regulação no Reino Unido¹⁰².

Para além do Reino Unido e da Alemanha, os restantes países analisados partilham exigências de divulgação de informação relacionadas com a identificação do beneficiário¹⁰³, com a descrição do negócio do beneficiário e/ou do projeto a ser financiado através dos fundos angariados¹⁰⁴, com o detalhe da situação financeira do beneficiário¹⁰⁵ e das condições de exercício e direitos inerentes aos instrumentos financeiros objeto da oferta, bem como com

facto de o capital investido não ser garantido pelo Fundo de Garantia de Depósitos, e ao facto de, no caso de emissão de instrumentos financeiros, a emissão não ser objeto de supervisão do regulador do mercado de capitais e de o mesmo regulador não examinar/aprovar as informações disponibilizadas na plataforma. P. ex., o artigo 16.º, n.º2, *als. h)* a *r)* do Regulamento 1/2016. Para um panorama geral, cf. CE, *Crowdfunding in the EU...*p. 42.

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

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

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

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

a exposição dos riscos inerentes ao investimento e ao projeto de negócio do beneficiário¹⁰⁶.

Existem, no entanto, exigências de divulgação de informação que não encontram paralelo nas ordens jurídicas referidas no parágrafo anterior, relacionadas com: *i*) a divulgação da estrutura acionista da empresa e dos seus órgãos sociais¹⁰⁷; *ii*) a divulgação da experiência e qualificação profissionais dos administradores e gestores da empresa¹⁰⁸; *iii*) a divulgação da estrutura do grupo societário do beneficiário, se aplicável¹⁰⁹; *iv*) a divulgação de ofertas públicas, concomitantes ou anteriores à oferta, ou através de plataformas de *crowdfunding*¹¹⁰; *v*) divulgação de previsões/expetativas de rentabilidade do negócio;¹¹¹ *vi*) a divulgação de transações, concomitantes ou ocorridas no último ano fiscal, em que a empresa beneficiária seja parte do negócio e o montante envolvido exceda 5% do capital angariado nos últimos 12 meses, incluindo o montante que se pretende angariar com a oferta em causa, e em que exista um interesse (direto ou indireto) de pessoas especialmente relacionadas com a empresa beneficiária¹¹²; e *vii*) a divulgação dos estatutos da empresa beneficiária¹¹³.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.4. *Prestação de informações e auditoria pós-investimento*

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

Em Portugal, Espanha e Alemanha consagra-se o dever de apresentação de um relatório de gestão, para além do anexo explicativo que acompanha as demonstrações financeiras – balanço e demonstração de resultados¹¹⁴. Em Itália, França e Reino Unido, exige-se uma nota explicativa das referidas demonstrações financeiras¹¹⁵. Adicionalmente, em Itália e em Espanha existe a possibilidade de micro e pequenas empresas apresentarem contas abreviadas, com um

¹¹⁴ Artigo 65.º e ss. do CSC, e artigo 253.º e ss. da *Ley de Sociedades de Capital*, e CROWE HORWARTH, *Country by country financial reporting and auditing framework – Germany*, disponível em: <http://www.crowehorwath.net/crowe-horwath-global/services/audit/financial-reporting-frameworks/germany.aspx>.

¹¹⁵ Artigo 2421.º e ss. do *Codice Civile* (Itália); artigo L123-12 e ss. do *Code de Commerce* (França); COMPANIES HOUSE, *Life of a Company – part 1 annual requirements (UK)*, disponível em: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/533350/GP2_Life_of_a_company_Part_1_v4.6-ver0.1-6.pdf (Reino Unido).

formato mais simples e menor detalhe de informação. Para tal, as empresas não devem exceder dois de três limites legais relativos ao valor do ativo, ao volume de negócios e ao número de trabalhadores¹¹⁶.

Relativamente à auditoria às contas, mostra-se relevante o facto de esta estar apenas reservada a médias e grandes empresas, sendo excecionada para pequenas e microempresas, típicas beneficiárias do financiamento via *equity crowdfunding*, que durante dois anos não excedam dois dos três limites legais relativos ao valor do ativo, ao volume de negócios e ao número de trabalhadores¹¹⁷.

Em contraste com os ordenamentos jurídicos europeus analisados, que não regulam especificamente a prestação de informações e auditoria das sociedades na fase posterior à concretização do financiamento via *equity crowdfunding*, o regulador dos EUA estabelece regras específicas sobre esta matéria em sede da *Regulation Crowdfunding*¹¹⁸. Em concreto, a SEC impõe a publicação anual no *website* da sociedade beneficiária, e o depósito junto da SEC, das demonstrações financeiras e de um relatório anual bastante completo e rigoroso sobre a sociedade beneficiária¹¹⁹.

Uma nota final para as sociedades abertas em Portugal, sujeitas a determinadas obrigações de divulgação de informação, desde logo: *i*) a menção em atos

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

¹¹⁷ Comparação da informação disponível sobre cada país em CROWE HORWARTH, *Country by country financial reporting and auditing framework*, disponível em: <http://www.crowehorwath.net/>.

¹¹⁸ Artigo 227.202 – *Ongoing reporting requirements*.

¹¹⁹ Do qual deve constar: *i*) identificação completa do beneficiário; *ii*) identificação dos administradores e gestores (ou de pessoas com estatuto semelhante), e da sua experiência profissional nos últimos três anos; *iii*) identificação dos sócios titulares de pelo menos 20% do total das ações com direitos de voto; *iv*) descrição do negócio da sociedade e do seu plano de negócios; *v*) número de trabalhadores; *vi*) descrição dos fatores que conferem um caráter especulativo ou de risco ao investimento na sociedade; *vii*) descrição da estrutura de propriedade e de capital, incluindo informações relativamente aos direitos inerentes aos valores mobiliários subscritos, ao método de avaliação dos mesmos, aos riscos a que os sócios minoritários estão sujeitos, à existência de restrições à transferência de ações em mercado secundário, e à identificação de sócios com participação social igual ou superior a 20% de ações representativas do capital social com direitos de voto; *viii*) descrição das condições de possível endividamento da sociedade; *vi*) descrição de possíveis ofertas públicas via *crowdfunding* ocorridas nos três anos anteriores; *x*) a divulgação de transações, concomitantes ou ocorridas no último ano fiscal, em que a empresa beneficiária seja parte do negócio e o montante envolvido exceda 5% do capital angariado nos últimos 12 meses, incluindo o montante que se pretende angariar com a oferta em curso, e em que exista um interesse direto ou indireto de pessoas especialmente relacionadas com a empresa beneficiária; *xi*) descrição da situação financeira da sociedade, incluindo informações sobre liquidez, fontes de financiamento e resultados operacionais; e *xii*) divulgação de incumprimentos da obrigação de divulgação de informação anual ocorridos em anos anteriores.

externos da sociedade; *ii*) a comunicação de participações qualificadas; e *iii*) a divulgação de acordos parassociais¹²⁰. Além disso, as sociedades abertas estão sujeitas a normas especiais em matéria de deliberações sociais¹²¹, bem como ao regime da OPA obrigatória¹²².

4. **Apreciação crítica**

4.1. ***Sociedade financiada – a necessidade de um equilíbrio no governo desta realidade híbrida***

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

A natureza híbrida destas sociedades, trazendo consigo alguns problemas¹²³, constitui uma nova realidade que coloca em confronto a proteção dos investidores no mercado de capitais com o direito à iniciativa privada.

De facto, a governação societária encontra-se intimamente relacionada com a eficiência empresarial¹²⁴. Porém, a existência e contratualização de mecanismos de governo societário implicam custos para a própria empresa que não deverão causar entraves à inovação¹²⁵. Um ponto particularmente relevante para as pequenas empresas inovadoras, típicas beneficiárias do *equity crowdfunding*, que devem aplicar os seus, habitualmente escassos, recursos iniciais no desenvolvimento da atividade social¹²⁶.

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

¹²¹ Artigos 22.º e ss. do CVM.

¹²² Artigos 187.º e ss. do CVM.

¹²³ *Vide supra* §2.5.

¹²⁴ Veja-se, a este propósito, a comparação que Oliver E. Williamson faz entre a Teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência. Cf. WILLIAMSON, OLIVER E., “Corporate Finance and Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, vol. 43, n.º. 3, 1988, pp. 567-571.

¹²⁵ O intitulado «*Nanny dilemma*», um desafio que as empresas enfrentam especialmente hoje, na era digital. Cf. VERMEULEN, ERIK P. M., *Corporate Governance in a Networked Age*, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2641441, pp.4-8.

¹²⁶ ADJASI, JOSHUA, “Corporate governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications”, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, vol. 7, n.º 2, 2007, pp. 115-119.

Não se deve, no entanto, esquecer o facto de as empresas que recorrem ao *equity crowdfunding* se financiarem junto de um número indeterminado de investidores, geralmente não profissionais. Daqui decorre a necessidade de tutela do investidor no mercado de capitais, no âmbito da transparência, princípio estruturante do Direito dos Valores Mobiliários, teleologicamente orientado pelo esclarecimento dos investidores num contexto de assimetria de informação. Dele decorre a vinculação das entidades emitentes a deveres de informação permanente, desdobrando-se estes em deveres de informação periódica e em deveres de informação contínua¹²⁷. Ao mesmo tempo, é necessário garantir uma participação eficaz dos investidores, geograficamente dispersos, na vida da empresa e uma comunicação permanente entre a empresa e aqueles.

A proteção dos investidores deve, desta feita, coexistir com os objetivos de proteção da iniciativa privada, orientada para a busca de eficiência, e com a capacidade inovativa da empresa¹²⁸. O equilíbrio entre ambos deverá moldar o governo societário das empresas financiadas via *equity crowdfunding* que, pelas suas especificidades, apelam a um *governance* próprio e flexível, que não se baseie numa mera soma das recomendações relevantes já existentes para sociedades abertas e para micro/pequenas empresas ou *startups*¹²⁹.

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

4.2. *Custos e benefícios da divulgação de informação*

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

Do ponto de vista da empresa, a divulgação de informação apresenta a potencialidade de redução do custo de capital (p. ex., financiamento junto do

¹²⁷ OGANDO, José, “Os deveres de informação permanente no mercado de capitais”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 64, vol. I/II, 2004. *Sobre a importância da disclosure nos mercados de capitais*, cf. NORDBERG, DONALD, *Corporate Governance: Principles and Issues*, Sage Publications, 2011, pp. 196-208.

¹²⁸ É necessário um «enquadramento regulatório que equilibre a necessidade de formação de capital com a proteção do investidor.» [tradução nossa]. Cf. VISMARA, SILVIO, *Equity Retention and Social Network Theory*, 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2654325, p.3.

¹²⁹ Contrariando a ideia «one-size-fits-all». A este propósito, cf. ARCOT, SRIDHAR/BRUNO, VALENTINA, “One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance”, *Journal of Empirical Legal Studies*, vol. 4, dezembro 2007, pp. 1041-1057.

mercado bancário a taxas de juro mais baixas), na medida em que essa divulgação transmite confiança ao mercado, ao mesmo tempo que reduz os custos de obtenção e assimetria de informação para os investidores. No entanto, do lado da empresa financiada, a divulgação de informação tem associados custos de desenvolvimento e apresentação da informação, tipicamente ligados à elaboração de contas anuais, previsões de rentabilidade, e documentos análogos. Tarefas de tal modo especializadas que, na generalidade dos casos, implicam a contratação de serviços externos para a sua elaboração¹³⁰. Com a divulgação de informação sobre a empresa surge ainda o risco de, consoante o grau de detalhe e a qualidade da informação que se torna acessível aos concorrentes da empresa, surgirem desvantagens competitivas para a mesma¹³¹.

Assim, aplicando critérios de proporcionalidade, é necessário «*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.*»¹³². Esta análise custo-benefício é essencial,¹³³ pois não fará sentido recorrer ao *equity crowdfunding* se outras alternativas de financiamento mais baratas estiverem disponíveis. Da mesma forma, não fará sentido recorrer ao financiamento colaborativo de capital se isso implicar custos de prestação de informação insuportáveis para a sociedade financiada na fase pós-investimento.

Veja-se o exemplo dos EUA, país em que existem estimativas dos custos de recurso ao *equity crowdfunding*, na fase pré-investimento. Para ofertas com um valor de \$100.000, os custos variam, em média, entre \$13.560 e \$40.000, e entre \$77.260 e \$250.000, para ofertas de \$1.000.000.¹³⁴ Um custo que muitas empresas não conseguem suportar, dada a necessidade de contratação de serviços profissionais de contabilidade e/ou de auditoria e tendo em conta a ausência de processos internos que permitam o registo rigoroso dos fluxos financeiros da empresa.¹³⁵ Perante estes números, a maior parte da doutrina entende que

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

¹³¹ ELLIOTT ROBERT, K./JACOBSON, PETER D., “Costs and Benefits of Business Information Disclosure”, *Accounting Horizons*, American Accounting Association, vol. 8, n.º 4, 1994, pp.80-96.

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

¹³³ WEINSTEIN, ROSS S., “Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You’re Expecting”, *Cornell International Law Journal*, vol. 46, 2013, pp. 449-451.

¹³⁴ STEMLER, ABBEY, “Equity-Based Crowdfunding: Allowing the masses to take a slice of the pie”, *International Perspectives on Crowdfunding: Positive, Normative and Critical Theory*, Emerald Group Publishing, 2016, pp.226-228; WILLBRAND, DAVID J./KAPIL, MEDHA, “Blurred Lines: Crowdfunding, Venture Capital, and the Capitalization of Startups”, *University of Cincinnati Law Review*, vol. 83, 2014, pp. 510-511.

¹³⁵ WILLBRAND, DAVID J./KAPIL, MEDHA, “Blurred Lines...”, p. 511.

a regulação de *equity crowdfunding* nos EUA impõe elevados custos de prestação de informação e auditoria aos potenciais beneficiários. Ao mesmo tempo, existem vozes a favor de um reforço das exigências de informação, em prol do fortalecimento da proteção do investidor¹³⁶. Uma querela que evidencia a dificuldade em definir com precisão o tipo e a quantidade ótima de informação a ser divulgada.

De qualquer forma, a diminuição dos custos suportados pelos beneficiários de *equity crowdfunding* é um objetivo que os legisladores e reguladores nacionais devem prosseguir, sem desconsiderar, naturalmente, a proteção do investidor. Em dados relativos a 2013/2014, o Reino Unido surge como o maior mercado europeu de *equity crowdfunding*, no quadro do crescimento exponencial desta forma de investimento. A regulação 2014 da FCA não travou o crescimento do mercado, verificando-se o mesmo cenário em França¹³⁷. Já em 2015, o financiamento colaborativo de capital no Reino Unido registou uma taxa de crescimento de 295% relativamente a 2014¹³⁸. Estes dados evidenciam o papel positivo da regulação leve no Reino Unido, não permitindo, contudo, daí inferir que uma regulação mais exigente, como a dos EUA, é necessariamente negativa. Não obstante, a *Crowdsurfer*, plataforma de recolha e análise de dados de *crowdfunding* que já colaborou na elaboração de relatórios da Comissão Europeia, emitiu, em maio de 2016, no seu *website*, uma análise comparativa dos mercados de *equity crowdfunding* nos EUA e no Reino Unido, em que afirma que, de uma forma geral, a regulação mais exigente parece ter travado o desenvolvimento deste mercado nos EUA¹³⁹.

¹³⁶ DORFF, MICHAEL B., *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, 2013, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2325634, pp.12-17.

¹³⁷ Em Itália, contrariamente, as restrições no que toca à qualificação dos beneficiários de *equity crowdfunding* gerou um reduzido valor de financiamento de projetos, bem como um baixo número de plataformas. Cf. CE, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, Report, 30 de setembro de 2015, disponível em: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf, pp. 42-69.

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

¹³⁹ CROWDSURFER, *Equity crowdfunding: comparing the US and UK markets*, disponível em: <https://crowdsurfer.com/blog/equity-crowdfunding-comparing-the-us-and-uk-markets/>, data de consulta: 11-08-2016.

4.3. *Propostas de soluções vinculativas (hard law)*

4.3.1. *Deveres de informação pré-investimento*

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

Em sede de diminuição dos custos, embora a divulgação das contas societárias se considere essencial¹⁴⁰, há algumas exigências, como a divulgação de previsões de rentabilidade e a descrição detalhada dos riscos do negócio e do projeto, apontadas como um encargo excessivo para as pequenas empresas, por exigirem a contratação de serviços externos para a obtenção desta documentação. Neste sentido, sugere-se uma diminuição do grau de detalhe deste tipo de informações na fase pré-investimento, uma vez que as próprias plataformas de financiamento estão sujeitas à disponibilização de alertas gerais e específicos do risco de perda do investimento nos seus *websites*¹⁴¹.

Paralelamente, sugere-se um reforço da apresentação de informação relativa à empresa que não implique custos adicionais¹⁴². Enquadra-se aqui a divulgação dos estatutos da sociedade, de potenciais direitos especiais dos fundadores, da estrutura acionista e dos órgãos sociais, identificação e apresentação de currículos da gestão e administração e, ainda, a menção a transações anteriores envolvendo partes relacionadas, e a existência de acordos parassociais. São informações que as empresas possuem independentemente do recurso ao *equity crowdfunding* e que deveriam ser divulgadas junto dos potenciais investidores. Na legislação portuguesa, nomeadamente no artigo 16.º do Regulamento 1/2016, deveriam ser elencados todos estes deveres de informação¹⁴³.

¹⁴⁰ Nos EUA há quem defenda a abolição da apresentação de contas auditadas. Cf. HOGAN, JOSEPH, “Like Oil and Water: Equity Crowdfunding and Securities Regulation”, *Lewis&Clark Law Review*, vol 18:4, 2014, p. 1114.

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

¹⁴² Sem prejuízo dos riscos inerentes a esse tipo de divulgação, referidos no último parágrafo de §2.5, *supra*.

¹⁴³ O art.16.º apenas exige a identificação do beneficiário. No caso das sociedades abertas, existe ainda o dever de comunicação de acordos parassociais à CMVM, em determinadas circunstâncias,

A diminuição de custos para o beneficiário sem prejudicar o nível de proteção do investidor pode ainda ser conseguida com um reforço do papel das plataformas, não só nas suas funções de *due diligence* dos projetos que lhes são submetidos, mas também através de um maior empenho na expansão de materiais/informações que ajudem os investidores não profissionais a compreender o que é o *equity crowdfunding* e os seus riscos¹⁴⁴. Existem também boas sugestões no sentido de responsabilizar as plataformas pela disponibilização anual de informação das empresas que beneficiaram de financiamento via *equity crowdfunding*, consagrando tal obrigação nos Termos e Condições das plataformas de financiamento¹⁴⁵.

4.3.2. Deveres de informação ocasional

São aplicáveis aos investidores em sociedades anónimas que recorrem ao financiamento colaborativo de capital, por se tratarem de sociedades abertas, os deveres ocasionais de comunicação de participações qualificadas e de acordos parassociais e o dever de lançamento de OPA obrigatória¹⁴⁶.

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

nos termos do artigo 19.º do CVM. No entanto, não se deve ignorar a inaplicabilidade do CVM às sociedades por quotas.

¹⁴⁴ HOGAN, JOSEPH, *Like Oil and Water*. .pp.1114-1116.

¹⁴⁵ ALTFI DATA, *Where are they now? A report into the status of companies that have raised finance using Equity Crowdfunding in the UK*, Novembro 2015, disponível em: <http://www.altfi.com/downloads/WhereAreTheyNow.pdf>, pp. 27-28.

¹⁴⁶ Artigos 16.º, n.º1, 19.º e 187.º e ss. do CVM.

4.3.3. *Deveres de informação periódica*

À primeira vista, a opção do legislador dos EUA de consagrar as obrigações de informação anual das entidades que recorreram ao *crowdfunding* no diploma que rege o financiamento colaborativo, confere a ideia de uma maior divulgação de informação relativa às sociedades financiadas *vis-à-vis* a realidade existente noutras jurisdições, como é o caso de Portugal. No entanto, no ordenamento jurídico nacional, as mesmas exigências de informação já resultam aplicáveis na legislação geral societária, nomeadamente nos artigos 65.º a 70.º do CSC, que estabelecem a obrigatoriedade de apresentação anual das contas e do balanço de cada exercício social, bem como do relatório de gestão¹⁴⁷, do relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário¹⁴⁸, a certificação legal das contas e o parecer do órgão de fiscalização, se existente. Não obstante a qualidade da informação proporcionada por estes instrumentos de apreciação anual das sociedades, tendo em conta as especificidades do *equity crowdfunding*, mostra-se necessário tecer algumas considerações adicionais.

Em primeiro lugar, relativamente ao relatório de gestão anual, é relevante referir que as microentidades, nos termos da lei portuguesa¹⁴⁹, ficam dispensadas da obrigação de elaborar e apresentar relatório de gestão¹⁵⁰. Ora, é fácil antecipar que muitas entidades beneficiárias de *equity crowdfunding* se subsumirão a esta previsão legal. Porém, a possibilidade de não apresentar relatório de gestão anual não se coaduna com as exigências de transparência que decorrem da necessidade de proteção do investidor, na medida em que este elemento permitiria ao investidor aceder a uma exposição fiel e clara da evolução dos negócios, do desempenho e da posição da entidade, bem como a uma descrição dos principais riscos e incertezas com que a mesma se defronta¹⁵¹.

¹⁴⁷ O relatório de gestão deverá conter uma exposição global sobre os negócios e o desempenho da sociedade, não se tratando de uma análise exclusivamente financeira, devendo incluir em especial: *i*) a evolução da gestão nos diferentes setores de atividade da sociedade; *ii*) os fatos relevantes ocorridos após o termo do exercício; *iii*) a evolução previsível da sociedade; *iv*) informação sobre ações ou quotas próprias adquiridas ou alienadas durante o período, e o motivo desses atos; *v*) as autorizações concedidas a negócios entre a sociedade e os seus administradores; *vi*) uma proposta de aplicação de resultados; *vii*) a existência de sucursais da sociedade; *viii*) os objetivos e as políticas da sociedade em matéria de gestão de riscos financeiros (art.66.º do CSC).

¹⁴⁸ Onde se apresenta a estrutura acionista da sociedade e a composição dos seus órgãos sociais (artigo 70.º, n.º2, b) do CSC)

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

¹⁵⁰ Artigo 66.º, n.º6 do CSC.

¹⁵¹ Artigo 66.º n.º1 do CSC.

Em terceiro lugar, para além do dever de depósito das contas anuais no registo comercial, as sociedades devem «disponibilizar aos interessados, sem encargos, no respetivo sítio da internet, quando exista, e na sua sede cópia integral» do relatório de gestão, do relatório de governo societário, da certificação legal das contas e do parecer do órgão de fiscalização¹⁵². Consagra-se, pois, a possibilidade de, não havendo um *website* da sociedade, não existir qualquer divulgação dos documentos relativos à situação anual na sociedade sem que seja necessário uma deslocação à sede ou a uma conservatória do registo comercial. Este constrangimento não se coaduna com a dinâmica virtual em que se move o *equity crowdfunding*, na qual, para além de ser possível que a sociedade financiada não tenha de facto um *website* oficial, os investidores estão geralmente dispersos geograficamente, não tendo incentivos suficientes para suportar os custos de uma deslocação à sede ou à conservatória de matrícula da sociedade.

Acresce que, no caso das sociedades por quotas, além da possibilidade de obviar à publicação de contas no *website*, a auditoria às contas não é obrigatória para toda e qualquer sociedade. Estão apenas sujeitas à certificação legal de contas as sociedades que, durante dois anos consecutivos, ultrapassem dois de três limites: *i*) Total do balanço: €1500.000; *ii*) Total das vendas líquidas e outros proveitos: €3000.000; *iii*) Número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50¹⁵³. Esta exceção não se coaduna com os riscos e características do *equity crowdfunding*, na medida em que agrava, ou pelo menos não afasta, o risco de uma possível *maquilhagem* de contas.

Com base no exposto, sugerem-se as seguintes alterações de *iure condendo* ao regime jurídico do financiamento colaborativo: *i*) consagração do dever de elaboração anual de relatório de gestão por microentidades que beneficiem de investimentos com recurso ao financiamento colaborativo; *ii*) consagração da obrigação de identificação e comunicação de um *website* para que possa recorrer ao financiamento colaborativo de capital; e *iii*) consagração do dever de nomeação de revisor oficial de contas por todas as sociedades que recorrem ao financiamento colaborativo.

4.3.4. Deveres de informação contínua

Com o objetivo de manter o mercado permanentemente atualizado sobre factos relevantes que entretanto ocorram na vida da sociedade, o Regulamento 1/2016 estabelece, sem paralelo noutras ordens jurídicas que «relativamente a

¹⁵² Artigo 70.º do CSC.

¹⁵³ Artigo 262.º/2 do CSC.

*cada financiamento colaborativo de capital que não corresponda à aquisição de participação no capital social do beneficiário ou por empréstimo não reembolsado, as entidades gestoras disponibilizam nas respetivas plataformas de financiamento colaborativo informação, conforme aplicável, sobre: a) O montante do investimento já utilizado em relação a cada entidade, atividade ou produto financiado; b) O estado de desenvolvimento da atividade ou produto financiado; c) O estado da execução do respetivo plano de atividades; d) Qualquer alteração material relacionada com a entidade, atividade ou produto financiado, nomeadamente, que possa ter impacto na restituição ou rentabilidade estimada dos montantes investidos.»¹⁵⁴. Não se compreende, no entanto, a exclusão da aplicação dos deveres de informação contínua das plataformas de financiamento previstos nas *als. b), c) e d)*, última parte, relativamente ao financiamento colaborativo de capital que consista na aquisição de participações sociais, na medida em que a teleologia de transparência e de esclarecimento do investidor que lhes subjaz é também aplicável a esta vertente de financiamento colaborativo de capital.*

4.4. **Recomendações (soft law)**

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

Também aqui é necessário um equilíbrio que pode ser proporcionado por uma adequada *engenharia estatutária*, à disposição das empresas interessadas, bem como pela utilização voluntária de outros mecanismos permitidos pela legislação societária¹⁵⁵.

4.4.1. *Mecanismos estatutários e acordos parassociais*

(A) RESERVAS ESTATUTÁRIAS VOLUNTÁRIAS

A consagração de reservas estatutárias num momento anterior ao *equity crowdfunding* permite assegurar que parte dos resultados do exercício sejam afe-

¹⁵⁴ Artigo 13.º, n.º 2 do Regulamento 1/2016.

¹⁵⁵ Ressalvado o facto de, dependendo da realidade de cada empresa e/ou do mercado, alguns desses mecanismos poderem ter reflexos na estrutura de custos da sociedade financiada, as vantagens associadas a tais opções justificam a sua ponderação.

tados a fins específicos relacionados com a atividade da sociedade (p. ex., fins de compra de equipamentos)¹⁵⁶. Assim é possível alocar parte do lucro do exercício no negócio que, a existir e de outra forma, seria distribuído aos sócios.

(B) PARTICIPAÇÕES SOCIAIS E DIREITOS DE VOTO

Para além da criação de categorias especiais de ações sem direito de voto, existe também o mecanismo do voto plural, i.e., da correspondência de dois ou mais votos a uma só ação, que poderia ser útil aos sócios fundadores. Contudo, no direito português constituído, o voto plural é proibido nas sociedades anónimas, sendo apenas permitido o voto duplo nas sociedades por quotas¹⁵⁷.

Embora em teoria a criação de categorias de ações sem direito de voto¹⁵⁸⁻¹⁵⁹, se apresente como um mecanismo eficaz de combate à dispersão acionista potenciada pelo *equity crowdfunding*, a verdade é que, salvo casos de excelente reputação das plataformas de investimento ou da empresa em questão, poucos investidores estarão dispostos a abdicar dos seus direitos de voto sem a contrapartida do direito ao dividendo preferencial com base nos lucros do exercício, se existentes. Neste sentido, e perante a necessidade de liquidez das pequenas empresas ou *startups* para o desenvolvimento da sua atividade, a opção mais realista será a proposta de subscrição de ações ordinárias pelos investidores. No entanto, para salvaguardar a liquidez disponível para a atividade societária, ao lado das reservas estatutárias, os estatutos poderão disciplinar os direitos de voto, prevendo a atribuição de direitos especiais de voto aos sócios fundadores (voto duplo)¹⁶⁰, caso se trate de sociedades por quotas, ou, quando estejam em causa sociedades anónimas, fazendo corresponder um só voto a um determinado número de ações¹⁶¹, cujo efeito prático resultará na necessidade de agrupamento dos pequenos investidores para o exercício do direito de voto¹⁶².

Relativamente à preferência na subscrição de novas ações ou quotas, mostra-se relevante o facto de ser muito difícil, no atual ordenamento jurídico por-

¹⁵⁶ Em Portugal, embora raras, são permitidas. Cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito...* pp. 259.

¹⁵⁷ CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito...* pp. 345-347. Em algumas ordens jurídicas, através do voto duplo, é possível recorrer ao *time-phased voting*, em que os sócios mais antigos têm direito a um maior número de votos que os sócios mais recentes. Cf. BARRY, JORDAN M./DALLAS, LYNN L., “Long-term Shareholders and Time-phased Voting”, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 40, 2015.

¹⁵⁸ GEORGAKOPOULOS, NICHOLAS L., “Corporate Defense Law for Dispersed Ownership”, *Hofstra Law Review*, vol. 30, 2001, pp. 23-25

¹⁵⁹ *Vide supra* §2.3.

¹⁶⁰ Artigo 250.º, n.º2 do CSC. Cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito...* pp. 345-347.

¹⁶¹ Artigo 384.º, n.º2, b) do CSC, requerendo os estatutos que «o acionista seja titular de um número mínimo de ações que justifique a sua participação ativa na vida societária», cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito...* p. 342.

¹⁶² Artigo 379.º, n.º5 do CSC.

tuguês, suprimir tal preferência, estando tal supressão sujeita à existência de um interesse social que a justifique¹⁶³. Desta feita, o aumento da dispersão acionista é dificultado pelo legislador português, um fator positivo para o governo da sociedade financiada.

Com inspiração no requisito do regulamento italiano¹⁶⁴, é ainda possível tutelar a posição dos investidores ao inserir, nos estatutos da sociedade, direitos de opção de compra ou de opção de venda, bem como cláusulas de *drag along* ou de *tag along*¹⁶⁵. Em alternativa, este tipo de cláusulas poderá ser inserido em sede de acordo parassocial, sendo que, nesta hipótese, fará sentido atribuir ao investidor o direito de subscrever os acordos parassociais, que lhe são previamente comunicados, que considerar oportunos¹⁶⁶.

Finalmente, relativamente à gestão da sociedade, pondera-se também a possibilidade de os fundadores e investidores envolvidos na administração societária assinarem um acordo parassocial relativamente ao sentido do direito de voto nos temas de gestão estratégica da sociedade¹⁶⁷.

(C) ÓRGÃOS SOCIAIS

Em regra, nas pequenas empresas/*startups*, a transferência de controlo para alguém que não os fundadores tem uma influência negativa na produtividade da empresa¹⁶⁸. No domínio do *equity crowdfunding*, o controlo pelos fundadores ganha especial relevo, na medida em que quanto maior a percentagem de capital social detido pelos fundadores, maior o sinal de confiança transmitido ao mercado (quer a potenciais, quer a atuais investidores, na medida em que a empresa se pode financiar múltiplas vezes com recurso ao *equity crowdfunding*)

¹⁶³ Artigos 460.º e 266.º, n.º4 do CSC.

¹⁶⁴ *Vide supra* §3.2.3.

¹⁶⁵ Sobre o tema, cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito...* pp. 171-177.

¹⁶⁶ Em Espanha, existe quem sugira a consagração estatutária da obrigatoriedade de os investidores subscreverem os acordos parassociais existentes no momento da subscrição. Cf. PILAR MUÑOZ, MARÍA DEL, *Equity Crowdfunding – Problemática societaria*, Working Paper IE Law School, AJ8-224, 10 de maio de 2015, pp. 5-7.

¹⁶⁷ PILAR MUÑOZ, MARÍA DEL, *Equity Crowdfunding...* pp. 5-7. No ordenamento jurídico português, à luz do artigo 17.º, n.º 2, *in fine* do CSC, é admissível a celebração de acordos parassociais entre fundadores (que, numa fase inicial, além de sócios, geralmente assumem o papel de administradores da sociedade) e investidores, desde que seja salvaguardado o interesse social e a liberdade de atuação da administração. Cf. MORAIS, HELENA CATARINA SILVA, *Acordos Parassociais – Restrições em matéria de administração das sociedades*, Almedina, 2014, pp. 90-99.

¹⁶⁸ YACUZZI, ENRIQUE, *A primer on governance and performance in small and medium-sized enterprises*, 2005, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=998589, pp. 21-22. Cf. COWLING, MARC, “Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms”, *Small Business Economics*, vol. 20, 2003, pp. 335-344.

e maior o alinhamento de incentivos entre fundadores e restantes sócios¹⁶⁹. De facto, o controlo pelos fundadores (detendo, p. ex., 51% do capital social) faz com que os mesmos continuem interessados no ótimo desempenho da empresa a longo-prazo, um interesse partilhado pelo sócio-investidor que, pela ausência generalizada de mercado secundário, não poderá lucrar com uma perspetiva de detenção da ação no curto-prazo.

Por outro lado, o bom governo societário passa pelo foco da administração, que, de um modo geral, nestas sociedades se confunde com a gestão e é assumida pelos fundadores. A administração de uma sociedade é responsável pela duas grandes funções: direção e controlo¹⁷⁰. O foco da administração no controlo aumenta com a crescente dispersão acionista, na medida em que pequenos sócios não têm incentivos para monitorizar individualmente a gestão da empresa. Em contraste, a presença de sócios de maior dimensão na empresa permite que a administração se foque mais na sua função estratégica de direção da empresa.¹⁷¹ Ora, as empresas que recorrem ao *equity crowdfunding* lidam necessariamente com uma grande dispersão acionista. No entanto, como já referido, o foco dos fundadores/administração na direção estratégica da empresa, i.e., no desenvolvimento da atividade principal da mesma, é essencial para a sua sobrevivência no mercado. Desta feita, a presença de um investidor profissional, com maior capacidade financeira e com permissão legal para adquirir uma maior fatia do capital social, pode ser muito benéfica para a empresa que se financia via *equity crowdfunding*, na medida em que esse investidor poderá assumir funções de monitorização.

Adicionalmente, as empresas financiadas via *equity crowdfunding* são, em geral, fundadas por um pequeno grupo de pessoas. O diminuto número de indivíduos e o imperativo da existência de processos decisórios céleres faz com

¹⁶⁹ AHLERS, GERIT K.C. *et. all*, “Signaling in Equity Crowdfunding...”, p.968.

¹⁷⁰ Aglomerando a doutrina relevante, cf. DESENDER, KURT A., *The relationship between the ownership structure and board effectiveness*, 2009, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440750, pp. 5-8. O controlo funda-se de modo especial na teoria da agência, numa perspetiva do governo societário como um contrato entre os sócios e os administradores que pretende evitar reflexos do oportunismo que pode surgir do desalinhamento de interesses existente entre a gestão e a propriedade da empresa. Por sua vez, a função de direção funda-se na teoria da dependência dos recursos, em que existe uma visão estratégica do governo societário e a administração é o elo de ligação entre a empresa e os recursos de que esta necessita para atingir os seus objetivos. Sobre este assunto, cf. ZAHRA, SHAKER A./PEARCE, JOHN A., “Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative model”, *Journal of Management*, 15:2, 1989, pp. 291-334; HILLMAN, AMY J./DALZIEL, THOMAS, “Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives”, *Academy of Management Review*, 28:3, 2003, pp. 389-396. Sobre as diferentes teorias de *corporate governance*, cf. TRICKER, BOB, *Corporate Governance...* pp. 59-77.

¹⁷¹ DESENDER, KURT A., *The relationship...* pp. 7-8.

que a composição numérica do órgão de gestão seja inevitavelmente reduzida. A exigência de celeridade e o foco estratégico, aliás, fazem com que muitas vezes nestas empresas seja necessário adotar uma liderança única, reunindo num só indivíduo as funções de CEO e de *chairman*¹⁷².

Finalmente, mostra-se relevante referir que, considerando os modelos de governo societário existentes¹⁷³, não existem obstáculos legais à observação destas recomendações. Em todas as ordens jurídicas, é possível a existência de um administrador único, sendo que apenas em Portugal, no caso das sociedades anónimas, é imperativa a existência de um órgão de fiscalização (pelo menos um fiscal único)¹⁷⁴.

4.4.2. *Comunicação permanente*

A construção de um sentimento de confiança nos sócios relativamente à empresa é fundamental no governo societário da mesma, na medida em que contribui para uma flexibilidade no cumprimento das normas de relacionamento entre administração e titulares do capital social, diminuindo assim custos de transação. P. ex., e como já referido, os sócios tenderão a não exercer o seu direito à informação se lhes for comunicado prévia e voluntariamente uma determinada opção de gestão. Esta confiança constrói-se criando espaços que dão voz aos investidores, havendo lugar à discussão e ao debate, indo além das assembleias gerais e prestações de informações legalmente exigidas¹⁷⁵.

Manter-se *offline* depois de recorrer ao *equity crowdfunding* não é uma opção para a empresa financiada. Os investidores/sócios exigem informação atual e de acesso permanente¹⁷⁶, bem como espaços de discussão *online*. A satisfação destas exigências, frutos da nova era digital, é muito importante para a empresa, na medida em que a perceção dos sócios atuais influencia não só a reputação da

¹⁷² DESENDER, KURT A., *The relationship...* pp. 12-15, TALAULICAR, TILL/GRUNDEL, JENS, “Company Law and Corporate Governance of Startups in Germany: Legal Stipulations, Managerial Requirements, and Modification Strategies”, *Journal of Management and Governance*, 6, 2002, pp. 5-11.

¹⁷³ *Vide supra* §3.2. e Anexo.

¹⁷⁴ Artigos 278.º e 413.º do CSC.

¹⁷⁵ WHINCOP, MICHAEL J., *Entrepreneurial Governance*, Agosto 2000, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=254169, pp. 5-6

¹⁷⁶ A chamada “informação direta espontânea”, i.e. «aquela que é transmitida ou posta à disposição para consulta dos acionistas oficiosamente, sem que estes tenham que tomar qualquer iniciativa para a informação estar patente», cf. BRANCO, SOFIA RIBEIRO, *Direito dos Acionistas à Informação*, Almedina, 2008, p. 275.

própria empresa junto dos seus clientes, como também junto de futuros potenciais investidores¹⁷⁷.

Neste contexto, as plataformas *online* servem de ponto de comunicação entre a empresa, sócios e potenciais investidores. Há-que aproveitar este facto e utilizar as plataformas para um acompanhamento pós-investimento das empresas financiadas com recurso ao *equity crowdfunding*. Aqui, sócios e potenciais investidores poderiam interagir em fóruns próprios, comentando as potencialidades e pontos fracos da empresa¹⁷⁸. Ou até, mediante a criação de um sistema de avaliação – p. ex., um sistema de estrelas como o da *Amazon* –, em que através do *feedback* dos utilizadores, que atribuem uma avaliação ao investimento realizado ou à empresa, se constrói a reputação da empresa, para informação dos novos utilizadores¹⁷⁹.

Para além da plataforma, também o *website* corporativo deverá ser um local de acompanhamento permanente da *performance* da empresa, para além de disponibilizar o relatório de gestão, as contas anuais obrigatórias, as convocatórias e os documentos e informações preparatórios das assembleias gerais¹⁸⁰. Também aí poderão existir fóruns, ou mesmo teleconferências, apenas acessíveis aos sócios, onde administradores/gestores podem comunicar com os sócios e estes últimos entre si¹⁸¹.

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

¹⁷⁷ A este propósito ainda, cf. MORITZ, ALEXANDRA/BLOCK, JOERN H./LUTZ, EVA, “Investor Communication in Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study”, *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 7, 2015, pp.309-342.

¹⁷⁸ Na Alemanha existe a figura do “fórum de acionistas”, que consiste numa plataforma online independente, em que cada acionista pode dirigir aos restantes sócios pedidos ou convites relacionados, p. ex., com o exercício conjunto do direito de voto. Cf. DOMINGUES, PAULO DE TARSO, “Os Meios Telemáticos no Funcionamento dos Órgãos Sociais. Uma primeira aproximação ao regime do Código das Sociedades Comerciais”, *Reformas do Código das Sociedades*, IDET, Coimbra, Almeida, 2007, p. 106.

¹⁷⁹ SCHWARTZ, ANDREW, “The Digital Shareholder...”, pp. 670-679

¹⁸⁰ Artigo 377.º/2 do CSC, no que se refere à publicação da convocatória da assembleia geral de sociedade anónima. Nas sociedades por quotas, os sócios deverão receber essa informação por carta registada (artigo 248.º, n.º3 do CSC). No que toca à preparação da assembleia, a informação será disponibilizada no *website* ou enviada por e-mail, nos termos do artigo 289.º do CSC, aplicável às sociedades por quotas por remissão do artigo 248.º/1 do CSC.

¹⁸¹ SCHWARTZ, ANDREW, “The Digital Shareholder...”, pp. 679-685.

4.4.3. *Participação dos sócios na vida da sociedade*

Uma nota final para a existência de contributos vanguardistas que refletem sobre as potencialidades do desenvolvimento de aplicações *mobile* de *equity crowdfunding*, através das quais o acionista poderia não só monitorizar como também votar nas deliberações da sua empresa e comprar e/ou vender ações em mercado secundário. Tudo isto através da simples utilização do seu *smartphone*¹⁸².

Ainda há caminho a percorrer para que a existência deste tipo de aplicações seja permitida. Não obstante, o ordenamento jurídico português, com a reforma de 2006 do Código das Sociedades Comerciais¹⁸³, acolheu a possibilidade de recurso às novas tecnologias pelas sociedades, permitindo que os sócios de sociedades como as que recorrem ao financiamento colaborativo de capital, geograficamente dispersos, possam participar ativamente nas assembleias gerais.

Para além da já mencionada possibilidade de publicar no *website* da empresa e de enviar por correio eletrónico aos sócios a convocatória e a informação preparatória das assembleias gerais¹⁸⁴, a ordem jurídica portuguesa facultava ainda que um sócio se possa fazer representar em assembleias gerais através do envio de um e-mail com assinatura eletrónica, dirigido ao presidente da mesa¹⁸⁵. Adicionalmente, o CSC permite a realização de assembleias virtuais, em que não há qualquer reunião física dos sócios, estando todos presentes via determinado meio telemático, e de assembleias *online*, em que a reunião é presencial mas alguns sócios tomam parte na assembleia com recurso a meios telemáticos¹⁸⁶. Finalmente, o voto eletrónico em tempo real, nas assembleias virtuais, é também admitido, ficando, desse modo, a participação dos sócios nas assembleias gerais plenamente assegurada¹⁸⁷.

Neste sentido, os estatutos da sociedade financiada via *equity crowdfunding* podem prever as possibilidades de: *i*) representação do sócio em assembleias gerais através de envio de e-mail dirigido ao presidente da mesa; *ii*) realização de assembleias virtuais ou *online* em determinadas condições (p. ex., se um

¹⁸² VERRET, J. W., “Uber-ized Corporate Law: Toward a 21st Century Corporate Governance for Crowdfunding and App-Based Investor Communications”, *Journal of Corporation Law*, vol. 41, n.º4, 2016, pp.101-143.

¹⁸³ Introduzida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março.

¹⁸⁴ *Vide supra*, §4.3.3

¹⁸⁵ Artigos 4.º-A, 380.º (sociedades anónimas) e 249.º (sociedades por quotas) do CSC. Cf. DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Os Meios Telemáticos...* pp. 105-106.

¹⁸⁶ Artigo 377.º, n.º6 (sociedades anónimas) e remissão do artigo 248.º, n.º1 (sociedades por quotas) do CSC. Cf. DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Os Meios Telemáticos...* pp. 107-115.

¹⁸⁷ Cf. artigo 377.º, n.º6, b) (sociedades anónimas) e remissão do artigo 248.º, n.º1 (sociedades por quotas) do CSC. Cf. DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Os Meios Telemáticos...* pp. 115-118.

determinado número de sócios manifestar essa vontade através de comunicação prévia); *iii*) utilização de voto eletrónico virtual quando a assembleia geral for realizada virtualmente ou em determinadas condições (p. ex., caso um determinado número de sócios manifeste essa vontade através de comunicação prévia).

5. Conclusões

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

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

Depois de uma análise do fenómeno do *equity crowdfunding*, dos seus riscos e benefícios e do tratamento que lhe é dado em várias ordens jurídicas, desenharam-se sugestões de alterações ao direito constituído português que regula o financiamento colaborativo de capital e recomendações não vinculativas de governo societário para as sociedades financiadas. Com as recomendações não vinculativas apresentadas pretende-se fomentar a utilização dos mecanismos legais disponíveis que permitem não só a adoção de uma orgânica societária simples, como também a consagração de mecanismos estatutários que, ao lado de uma conduta voluntária de comunicação e de divulgação de informação permanente para com os investidores, possam contribuir para a envolvência do sócio-investidor na vida da sociedade e, conseqüentemente, para a manutenção ou reforço da confiança dos atuais e potenciais investidores, essencial para a sobrevivência da empresa. Por sua vez, as alterações *de iure condendo* têm subjacente a premissa da necessidade de equilibrar os custos de informação e a proteção dos investidores potenciais e dos sócios-investidores. Neste sentido, tendo por base uma análise de direito comparado, sugere-se um reforço da obrigação

de apresentação de informações que não envolvem qualquer custo adicional para a empresa. Adicionalmente, identificam-se circunstâncias em que se permite às microentidades e às sociedades por quotas a não apresentação de determinadas informações aos sócios. Trata-se de lacunas legais inadmissíveis, não queridas pelo legislador, que facilitam a ocultação e, no limite, a manipulação de informação e consequente desproteção dos potenciais investidores e sócios. É neste contexto que são sugeridas alterações ao direito constituído em Portugal que versa sobre o financiamento colaborativo de capital. Essas sugestões vão desde a extensão de obrigações de divulgação de informação características de sociedades abertas a sociedades por quotas que recorrem ao *equity crowdfunding*, à consagração de exceções de apresentação do relatório de gestão por microentidades, à obrigatoriedade de nomeação de revisor oficial de contas e à existência de *website* corporativo por parte da empresa que recorre ao *equity crowdfunding*.

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

6. Anexo

Comparação de requisitos de Governo Societário e de Capital Social Mínimo

A tabela seguinte expõe de forma geral e comparativa os requisitos de governo societário e de capital social mínimo dos tipos societários relevantes nas jurisdições consideradas na presente dissertação¹⁸⁸.

¹⁸⁸ Fontes utilizadas para a construção da tabela: Portugal – CÂMARA, PAULO, “A Governação de Sociedades em Portugal”, *A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos*, Almeida, 2013, pp. 269-358; Código das Sociedades Comerciais; Espanha – *Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio)*; Itália – *Codice Civile*; França – *Code de Commerce*; Reino Unido – GOV.UK, *Set up a private limited company*, data de consulta a 23-07-2016.

	Tipo societário	Capital mínimo obrigatório	Órgãos sociais
Portugal	<i>Sociedade anónima</i>	€50.000	<p><i>Modelo clássico:</i> administrador único/conselho de administração + fiscal único/conselho fiscal (+ revisor oficial de contas).</p> <p><i>Modelo monista:</i> conselho de administração incluindo uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas.</p> <p><i>Modelo dualista:</i> conselho de administração executivo + conselho geral e de supervisão + revisor oficial de contas.</p>
	<i>Sociedade por quotas</i>	€2	<p>Gerente/gerência + revisor oficial de contas/conselho fiscal.</p> <p>Não é necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal se, durante 2 anos consecutivos, não forem ultrapassados dois dos seguintes limites: <i>i)</i> total do balanço – €1.500.000; <i>ii)</i> total das vendas líquidas e outros proventos – €3.000.000; <i>iii)</i> número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.</p>
Espanha	<i>Sociedad de responsabilidad limitada</i>	€3.000	<p>Conselho de administração/administrador único + revisor oficial de contas.</p> <p>Não é necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal se, durante 2 anos consecutivos, não forem ultrapassados dois dos seguintes limites: <i>i)</i> total do balanço – €2.850.000; <i>ii)</i> total das vendas líquidas e outros proventos – €5.700.000; <i>iii)</i> número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.</p>
	<i>Sociedad anonima</i>	€60.000	
Itália	<i>Società per azioni</i>	€50.000	<p>Administrador único/conselho de administração + fiscal único/conselho fiscal + revisor oficial de contas/conselho fiscal; OU</p> <p>Conselho de administração incluindo um comité executivo + revisor oficial de contas/conselho fiscal.; OU</p> <p>Conselho de administração executivo + conselho geral e de supervisão + revisor oficial de contas/conselho fiscal.</p> <p>Não é necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal se, durante 2 anos consecutivos, não forem ultrapassados dois dos seguintes limites: <i>i)</i> total do balanço – €4.400.000; <i>ii)</i> total das vendas líquidas e outros proventos – €8.800.000; <i>iii)</i> número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.</p>

	Tipo societário	Capital mínimo obrigatório	Órgãos sociais
Itália	<i>Società a responsabilità limitata semplificata</i>	€1 a €10.000	Administrador único.
	<i>Società a responsabilità limitata</i>	€10.000	Administrador único/conselho de administração + revisor oficial de contas/conselho fiscal. É necessário revisor oficial de contas/conselho fiscal quando: <i>i</i>) seja obrigatória a redação de balanço consolidado; <i>ii</i>) a sociedade controle uma sociedade sujeita a revisão legal de contas; <i>iii</i>) durante dois anos consecutivos sejam superados dois dos limites a ter em conta para a obrigatoriedade de revisor oficial de contas nas sociedades anónimas.
França	<i>Société anonyme</i>	€37.000	Conselho de administração + revisor oficial de contas; OU Conselho de administração executivo + conselho de supervisão + revisor oficial de contas.
	<i>Société par actions simplifiée</i>	–	Administrador único/conselho de administração + revisor oficial de contas. É necessário revisor oficial de contas quando: <i>a</i>) a sociedade controle uma sociedade sujeita a revisão legal de contas, ou seja controlada por sociedades sujeitas a esse imperativo legal; <i>b</i>) durante dois anos consecutivos sejam superados dois dos limites seguintes: <i>i</i>) total do balanço – €1.550.000; <i>ii</i>) total das vendas líquidas e outros proventos – €3.100.000; <i>iii</i>) número de trabalhadores empregados em média durante o exercício – 50.
Reino Unido	<i>Private company limited by shares</i>	–	Pelo menos um administrador.