

# Crowdfunding, um milagre à espera de acontecer

**José Borges Guerra**  
Associado Sênior - Miranda  
Law Firm e Vice-Presidente  
do Conselho Fiscal JALP



**2**00 mil milhões de USD! É este o volume expectável de financiamento angariado pelo mercado norte-americano de *crowdfunding*, até 2025, para as mais variadas empresas e projetos. Na Europa, só no ano de 2020, as plataformas de *crowdfunding* terão angariado cerca de 10 mil milhões de euros, contribuindo o Reino Unido com cerca de 80% desta cifra. A Estónia e a Letónia batem records em termos de volume de negócios *crowdfunded per capita*, e aqui ao lado, em Espanha, há já mais de 100 plataformas ativas de *crowdfunding*. Em Portugal, encontram-se registadas junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) apenas seis entidades gestoras de plataformas de “*financiamento colaborativo*”, e só muito recentemente ultrapassámos a linha dos 10 milhões de euros em angariações. É pena.

Conceptualmente, como via de acesso das empresas a capitais e financiamento, trata-se de um mecanismo altamente disruptivo e democrático. Em termos muitos lineares, estamos a falar de plataformas que põem em contacto empresas e projetos carentes de capital, de um lado, e investidores “não institucionais” disponíveis para os financiar, do outro. À semelhança da Uber, no setor da mobilidade, ou da Aribnb, no setor do alojamento, as plataformas de *crowdfunding* assentam na mesma lógica simples de “*matching*” entre lados opostos, neste caso, entre empreendedores e investidores anónimos, constituindo-se como uma fonte “informal” de captação de capitais alternativa aos veículos mais pesados e institucionais do setor financeiro tradicional. Trata-se de uma verdadeira democratização

do mercado de capitais, alargando o acesso ao capital a todos os potenciais promotores de negócios, e permitindo a qualquer anónimo tornar-se um investidor, financiador, ou até o dono de um negócio para o qual, à partida, não teria o perfil, o tempo ou o conhecimento necessários.

Um mecanismo simples que tem permitido, por esse mundo fora, viabilizar e financiar o sucesso dos mais variados projetos, desde a agricultura ao turismo, da indústria farmacêutica ao cinema, passando pelos setores do imobiliário, automóvel ou digital, e que beneficia não apenas *startups*, como também empresas há muito estabelecidas. Um mercado de capitais “paralelo” que, em 2020, atingia já, a

participação no capital e/ou lucros da sociedade promotora do projeto.

A verdade, contudo, é que, três anos passados sobre a sua operacionalização jurídica, a implementação de facto do *crowdfunding* continua muito aquém do que seria desejável, atento todo o potencial deste instrumento enquanto via alternativa de angariação de fundos e financiamento de empresas e projetos, num país objetivamente deles carente.

Numa fase em que as instituições de crédito se preparam para uma provável onda de incumprimentos, a sua disponibilidade para financiamento de novos projetos e empresas não será, certamente, muita. Por outro lado, o tão aguardado Plano de Re-

## A Estónia e a Letónia batem records em termos de volume de negócios *crowdfunded per capita*

nível mundial, o valor total agregado de 300 mil milhões de USD.

Tendo já vários anos de sucesso e enquadramento legal em mercados dinâmicos como o dos EUA, Reino Unido e asiático, em Portugal, o “*financiamento colaborativo*” só viria a ser legalmente enquadrado em 2015, por via da Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que aprovou o respetivo regime jurídico, subsequentemente concretizado pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 5 de maio, e, entretanto, revisto pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro. Em termos de modalidades de *crowdfunding*, o regime português, prevê os regimes de (i) donativo, (ii) recompensa, (iii) empréstimo (“*lending crowdfunding*”), correspondendo ao tradicional contrato de mútuo, e (iv) capital (“*equity crowdfunding*”), mediante o qual o investidor virá a obter uma

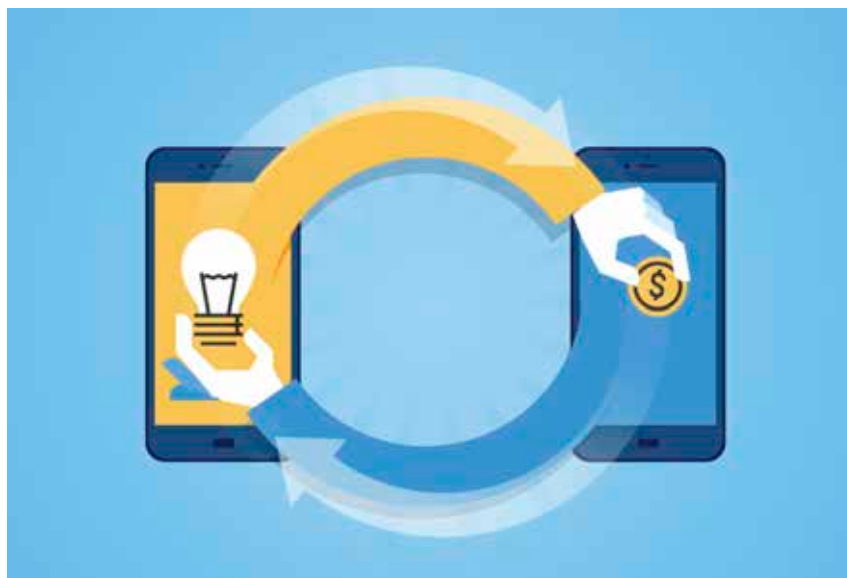
cuperação e Resiliência, e a prometi- da “bazuca”, vão-se afigurando cada vez mais, afinal, como uma chaimite pesada, centralizada e burocrática, mas propensa a resgatar o próprio Estado do que a munir as empresas para a resposta aos efeitos da pandemia económica. Por sua vez, sócios e acionistas, ainda a sofrer as sequelas do “Covid económico”, estarão certamente relutantes em aportar mais capital às suas empresas. Acresce que o financiamento no mercado de capitais “institucional”, as emissões obrigacionistas, fundos de investimento, e os custos da intermediação financeira, não são para todos.

O acesso ao capital torna-se, assim, um dilema difícil de gerir, sendo premente encontrar formas e fontes alternativas de financiamento. Curiosamente, nunca como hoje houve, a nível mundial, um volume tão gran-

de de capitais e poupanças disponíveis para investimento. O que centra, portanto, a discussão em saber como assegurar o tal “*matching*” entre empreendedores e investidores, fora do sistema financeiro tradicional, e coloca o *crowdfunding* na linha da frente dos instrumentos mais eficazes para a captação de fundos.

Continua a verificar-se, no entanto, em Portugal, um recurso muito diminuto a este mecanismo. Mesmo no setor das “*startups*”, tradicionalmente mais inovador e alternativo, o *crowdfunding* continua a ser uma opção residual quando comparada com outras vias de financiamento. O “porquê” da dificuldade de implementação do *crowdfunding* em Portugal não tem uma resposta fácil, e muito menos terá a pergunta sobre como torná-lo mais atrativo. Em termos de mitigação do risco, parece até haver uma ponderação equilibrada entre os riscos associados ao desconhecimento da contraparte – promotor e projeto – e o limite máximo de exposição permitido a cada investidor. Nos termos do Regulamento da CMVM n.º 1/2016, os investidores não podem ultrapassar os €3000 por oferta, ou €10.000 no total dos seus investimentos, no período de 12 meses, podendo estes limites ser afastados no caso de pessoas coletivas, de pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a €70.000, ou de investidores qualificados. Por outro lado, os prazos relativamente curtos geralmente previstos para pagamento de capital e os juros normalmente oferecidos – próximos de 10% e às vezes até superiores – parecem ser apetecíveis. A verdade, contudo, é que o *crowdfunding* não tem vingado no nosso país.

Num estudo feito entre os *stakeholders* do setor, identificam-se como fatores dissuasores a desconfiança dos potenciais investidores perante o desconhecimento dos promotores, dos projetos e das próprias entidades gestoras das plataformas, em especial num contexto digitalizado de transações online. Da mesma maneira, a fraca literacia e maturidade financeiri-



ra, ou a simples falta de predisposição dos investidores para o estudo cuidadoso da viabilidade económica dos projetos a financiar e para o acompanhamento dos mesmos ao longo da sua implementação, tornam o *crowdfunding* um mecanismo relativamente exotérico para o comum dos mortais. Ora, o *crowdfunding* está precisamente pensado para uma sociedade civil dinâmica e madura, dotada da *accountability* necessária para lidar com os riscos e vantagens próprias deste tipo de mecanismos. Muito próprio, aliás, das sociedades anglo-saxónicas,

públicas de valores mobiliários e das sociedades abertas, que da Lei parece resultar, no caso do *equity crowdfunding*, constitui um fator dissuasor do recurso a esta modalidade, precisamente uma das mais dinâmicas noutros ordenamentos jurídicos.

Perante esta aversão crónica ao risco, o facto de as próprias entidades gestoras – elas próprias geralmente desconhecidas do público em geral – estarem legalmente agrilhoadas à posição de meras plataformas de “*matching*”, limitadas à divulgação de projetos e ofertas, e sem qualquer

**O *crowdfunding* está precisamente pensado para uma sociedade civil dinâmica e madura, dotada da *accountability* necessária**

como revelam os números impressionantes do *crowdfunding* dos EUA e Reino Unido. Pouco próprio, infelizmente, do mercado português, mais propenso a investimentos de menor risco, e, se possível, subvencionados ou garantidos pelo Estado.

Acresce que o recurso obrigatório à intermediação financeira, designadamente aos mecanismos das ofertas

possibilidade de aconselhamento ou consultoria de investimento, de gestão de fundos mobiliários, e até impedidas de recompensar os seus funcionários pelo volume de vendas e produtos disponibilizados nas suas plataformas, tem feito do *crowdfunding* um milagre à espera de acontecer.

Podemos, no entanto, estar perante uma segunda oportunidade

de afirmação do *crowdfunding* no nosso país, desta vez à boleia de regulamentação europeia. Alertados pelo *Brexit*, e pela possibilidade de o dinamismo do *crowdfunding* ficar maioritariamente do outro lado da Mancha, o Parlamento Europeu e o Conselho aprovaram o Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro de 2020, o qual vem regular, pela primeira vez a nível europeu, a atividade dos prestadores de serviços e plataformas de financiamento colaborativo, na vertente de *lending* e *equity crowdfunding*, com o propósito de trazer maior sofisticação e confiança a este mercado, e torná-lo uma fonte mais credível e recorrente de financiamento de PME e *startups*.

Por contraposição a regulamenta-

tes serviços, abrindo, assim, a porta a *players* com reconhecimento e provas dadas em outras atividades reguladas, designadamente instituições de crédito, empresas de investimento, instituições de moeda eletrónica e de serviços de pagamento. Por outro lado, além de se confirmar o regime do “passaporte europeu”, legitimando a atividade transfronteiriça de prestadores sediados e autorizados noutros Estados-Membros, dispensa-se a presença física no território para o desempenho transfronteiriço das suas atividades.

Muito importante foi, também, a delimitação do âmbito material de aplicação do regime de *crowdfunding* exclusivamente a ofertas de financiamento até €5.000.000, em conjuga-

do perfil e nível de risco específico de cada investidor. Vantagem óbvia, quando comparada com a situação atual em que os investidores ficavam entregues a si mesmos e à sorte das apostas que faziam. No limite, permite-se, agora, a gestão individual de carteiras de empréstimos, pelas entidades gestoras, em nome dos investidores, dentro dos parâmetros acordados no correspondente contrato de mandato, e dispensando-os de analisar cada oferta de financiamento e/ou tomar uma decisão de investimento em relação a cada uma delas. Por outro lado, impõem-se-lhes apertados e detalhados deveres e critérios de avaliação dos investidores aderentes, designadamente através da sua prévia classificação entre “sofisticados” e “não sofisticados”, e da avaliação do nível de literacia financeira de cada um, devendo o tratamento e cuidados a dispensar a cada investidor variar em função dessa qualificação, e da ponderação casuística do nível de exposição aos riscos a assumir por cada um.

No mesmo sentido da credibilização do *crowdfunding* e da confiança do público neste instrumento, impõem-se às entidades gestoras regras mais rigorosas de avaliação do risco de crédito de cada promotor, e o dever de maior acompanhamento dos respetivos projetos a financiar. Em especial no caso de *lending crowdfunding*, as entidades gestoras devem divulgar anualmente as taxas de incumprimento dos projetos oferecidos nas suas plataformas, bem como a declaração de resultados no prazo de quatro meses a contar do final de cada exercício financeiro.

O Regulamento entrará em vigor em novembro deste ano. Sem prejuízo da sua aplicação direta e do primado sobre a legislação nacional existente, é expectável, e desejável, que haja uma densificação ou clarificação das normas nacionais, capazes de trazer ao *crowdfunding* a confiança que faltava para o afirmar como uma fonte credível de investimento e financiamento. Os dados estão lançados. *Let the games begin.*

### **A grande aposta do novo regime parece, contudo, centrar-se no reconhecimento e permissão de um papel mais interventivo e proativo das entidades gestoras das plataformas**

ções nacionais fragmentadas, a simples aprovação de regulamentação europeia traz, só por si, a garantia de harmonização e certeza jurídica para os *players* europeus do setor, criando, agora, um verdadeiro “mercado europeu de *crowdfunding*”, sendo expectável a entrada em ação de muitas plataformas e entidades gestoras, até agora, mais ou menos dormentes nesta geografia.

Quanto aos méritos das soluções plasmadas – e não nos detendo aqui nos óbvios benefícios da clarificação e reforço das regras prudenciais e de supervisão, prevenção de conflitos de interesse e de branqueamento de capitais – é de salientar uma série de avanços concretos para a implantação do *crowdfunding* como mecanismo acessível, eficaz e credível de investimento e financiamento. Desde logo, afasta-se a obrigação de exclusividade sobre os prestadores de serviços de *crowdfunding*, que não têm, por isso, de restringir o seu objeto a es-

ção com a Diretiva (UE) 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, e que veio isentar os prestadores de serviços de financiamento colaborativo do regime e obrigações constantes da Diretiva 2014/65/UE relativa a instrumentos financeiros, ficando, assim, clara a dispensa do recurso à intermediação financeira obrigatória, própria das ofertas públicas de valores mobiliários, ao qual, até aqui, ficavam sujeitos os financiamentos na vertente de *equity* – e que, aliás, tornou esta modalidade de *crowdfunding*, em especial, uma verdadeira quimera.

A grande aposta do novo regime parece, contudo, centrar-se no reconhecimento e permissão de um papel mais interventivo e proativo das entidades gestoras das plataformas. Em contraposição à passividade que até aqui lhes era imposta, estas passarão a poder aconselhar os investidores relativamente a projetos específicos a financiar, atentos à avaliação