

## PORTUGAL

### O EQUITY CROWDFUNDING E OS MEIOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMENTO

#### O Equity Crowdfunding e os Meios Alternativos de Financiamento

A tendência de desenvolvimento de meios de financiamento alternativos à banca tradicional merece cada vez mais a atenção dos mercados e reguladores a nível mundial. O crowdfunding, ou financiamento coletivo - nas suas várias modalidades - é uma das alternativas mais utilizadas para angariação de fundos. Pelo potencial de disrupção, a modalidade equity crowdfunding tem suscitado especial interesse, sobretudo entre os jovens empreendedores no que toca ao financiamento de PME e startups, mas apresenta desafios sensíveis, em termos regulatórios, para o mercado de capitais.

Devido aos riscos associados a este tipo de investimento, ainda não há um consenso sobre como regular o equity crowdfunding. Na ausência de regulação específica, a nível nacional e da União Europeia, subsistem muitas dúvidas acerca do enquadramento regulatório aplicável ao equity crowdfunding, tratando-se assim de uma área rica em oportunidades para desenvolver um modelo jurídico apto a aproveitar o potencial de inovação deste mecanismo.

#### PALABRAS CLAVE

Crowdfunding, PME, empreendedorismo, mercado de capitais, União Europeia.

#### Equity Crowdfunding and Alternative Financial Services

The rise of financing alternatives to traditional banking has been increasingly worthy of the attention of both market players and regulators. Crowdfunding, in all its different types, is one of the most popular of such fundraising alternatives. Equity crowdfunding has been deserving of a differentiated treatment by young entrepreneurs, startups and SMEs, due to its potential for disruption. However, it presents sensible regulatory challenges to the capital markets sector. Consensus has not been reached on how to properly mitigate the risks that such investments entail. In the absence of specific regulation, doubts persist on which regulatory framework should apply to equity crowdfunding, both on national and European level. Such indefiniteness has created an area with rising opportunities to create a legal model that allows for the fulfilment of the mechanism's potential.

#### KEY WORDS

Crowdfunding, SME, entrepreneurship, capital markets, European Union.

Fecha de recepción: 15-1-2015

Fecha de aceptación: 30-1-2015

#### INTRODUÇÃO. O CROWDFUNDING OU FINANCIAMENTO COLECTIVO. MODALIDADES

A revolução digital impulsionada pelo rápido avanço tecnológico da Internet tem trazido importantes mudanças de paradigma para empresas e negócios. A proliferação dos dispositivos interligados (*smartphones, tablets, notebooks*), o aumento exponencial das velocidades de conectividade ou as redes sociais, entre outras inovações, acarretam uma inevitável aceleração dos ciclos tecnológicos, de tal forma que as oportunidades de implantação de novas estratégias e introdução de novos produtos são constantes.

O financiamento coletivo – ou *crowdfunding*, como ficou conhecido – é mais uma ferramenta que o poder da rede colocou ao serviço do empreendedor, para conseguir angariar os fundos necessários à criação e desenvolvimento do seu projeto. Através dele, o indivíduo faz a apresentação da ideia de negócio, normalmente em formato vídeo, e publica-o numa plataforma especializada, que se encarrega de difundi-lo e apresentá-lo à comunidade. Esta apresentação inclui tipicamente um *pitch*, ou

pedido, que é feito no sentido de convencer os internautas que acreditem no projeto a financiá-lo, bem como o montante pecuniário mínimo necessário para que este possa ser concretizado.

Trata-se da vertente financeira de uma tendência social e de mercado transversal, denominada *crowdsourcing* (Howe, J. (2006). *The rise of crowdsourcing*. Retirado da revista Wired: <http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>) e definida em termos amplos como a *externalização de processos ou trabalhos a um grupo alargado de pessoas, que ocorre na maioria das vezes através da Internet*. Encontra-se intensivamente presente no nosso quotidiano e assume uma importância crescente na modelação do tecido social, bastando para isso pensar em iniciativas como a *Wikipedia*, *iStockPhoto*, *Threadless*, ou até mesmo populares programas de televisão como *The Voice*, *X Factor* e suas variantes.

#### Modalidades. O Equity Crowdfunding em particular

O *crowdfunding* tem vários tipos de manifestações distintas, podendo variar, por exemplo, consoante o

tipo de atividade a desenvolver (filantropia, música, cinema, negócios), mas a principal divisão é criada pela natureza da relação entre o empresário e o indivíduo. Essa relação pode assumir várias formas, consoante o título a que a contribuição for solicitada: *reward* (recompensa); *donation* (doação); *equity-based* (quota de participação) ou *loan-based* (mútuo).

Enquanto as duas primeiras modalidades não oferecem dificuldades especiais no âmbito da regulação jurídica das atividades, as duas últimas merecem atenção pelo potencial de disrupção e os desafios que apresentam para o mercado de capitais e para o financiamento bancário tradicional.

Nesta lógica, e por economia de espaço, daremos ênfase ao já batizado *equity crowdfunding*, que se diferencia das demais vertentes na medida em que os financiadores do projeto recebem a sua compensação em forma de capital, receita ou acordos de divisão dos lucros do empreendimento, tornando-se, através da relação jurídica criada, em partes interessadas no crescimento futuro da empresa (Massolution. 2012, 8 de maio. *Crowdfunding Industry Report*. Disponível em <http://www.crowdsourcing.org/editorial/total-global-crowdfunding-to-nearly-double-in-2012-to-3b-massolution-research-report/14287>).

### VANTAGENS DO MODELO. PORTUGAL, A CRISE ECONÓMICA E A RECUPERAÇÃO. EMPREENDEDORISMO

As características apresentadas tornam o *equity crowdfunding* num mecanismo apto a dotar empresas numa fase inicial de crescimento (*start-ups*) do financiamento necessário para iniciar ou consolidar a sua atividade. Trata-se de projetos que tipicamente não possuem escala ou património suficiente para receber financiamento bancário e cujas características não os tornam atraentes para investidores de capital de risco, que tendem a selecionar projetos com estratégias de saída bem definidas (venda futura de participação com mais valia). Este «défice de financiamento» ou *funding gap* tem sido apontado como um importante obstáculo ao desenvolvimento económico dos nossos dias, que se agravou com as restrições que o setor bancário colocou aos pedidos de empréstimo na sequência da crise económica de 2008.

Por outro lado, em relação ao investidor de retalho pode dizer-se que, apesar de apresentar riscos sensíveis, o modelo permite a qualquer indivíduo adquirir uma participação em projetos à escolha, de

forma rápida, flexível, sem despendar montantes elevados, e expor-se dessa forma ao imenso potencial de valorização de empresas em fase de ascensão, tudo através da Internet. Tem-se verificado, adicionalmente, a criação de um sentimento próximo do mecenato (*desire for patronage*) que leva parte significativa dos investidores a identificarem-se com e envolverem-se nos projetos através da prestação de apoio não só financeiro, mas também operacional, criando ligações ativas com os empreendedores que favorecem o desenvolvimento das empresas, uma vantagem importante frente a outras alternativas de financiamento.

Em Portugal, onde 99,9% das empresas são PMEs (segundo dados recolhidos junto da Comissão Europeia, *Ficha SBA de 2013 – Portugal*, em [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/portugal\\_pt.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/portugal_pt.pdf)), e 94,8% são microempresas, o efeito do agravamento das condições económicas mundiais dos últimos anos é sobejamente conhecido e desmerece comentário, assim como as respetivas consequências para as condições de financiamento à economia. Apenas em 2013, as PME enfrentaram uma deterioração no acesso a empréstimos de 11%, e uma redução de 4% no crédito para fins comerciais (Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê Económico e Social Europeu e ao Comitê das Regiões. 2014, 27 de março). *Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*). Adicionalmente, os próprios custos dos empréstimos e as garantias exigidas colocaram muitas empresas fora do escopo de potenciais receptores de financiamento.

Em consequência destes e outros fatores, a grande maioria das pequenas e médias empresas poderia beneficiar de uma fonte alternativa de financiamento como esta, com possíveis vantagens de custos e flexibilidade relativamente às fontes tradicionais.

O *crowdfunding* funciona também como instrumento de *marketing* e *screening* de mercado, auxiliando os empresários a testar a popularidade do seu produto/serviço ao mesmo tempo que financiam a empresa.

Finalmente, enquanto acelerador de *start-ups*, o *equity crowdfunding* pode transformar-se num importante instrumento de captação de poupança e canalização de recursos para os numerosos projetos ambiciosos que a jovem comunidade empreendedora portuguesa tem vindo a desenvolver nos últimos anos, e cuja criatividade e capacidade de ino-

vação se têm mostrado como uma das tendências de recuperação mais importantes a emergir do período pós-crise.

## AS TENDÊNCIAS REGULATÓRIAS. A OPORTUNIDADE

### O JOBS Act

Na sequência da demora observada na recuperação económica após a crise de 2008, o Congresso dos Estados Unidos aprovou o chamado *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act*. O diploma foi assinado pelo Presidente Obama a 5 de Abril de 2013 e visou sobretudo a diminuição do desemprego através da redução das restrições de acesso ao mercado de capitais por parte das empresas, especialmente aquelas de menor dimensão, numa época em que as instituições financeiras continuam a limitar fortemente a concessão de crédito ao mercado.

No seguimento do comando dirigido à *Securities Exchange Commission (SEC)*, para isentar o *equity crowdfunding* dos registos e deveres de informação normalmente exigidos às companhias que desejam efetuar oferta pública de valores mobiliários, a SEC emitiu uma proposta de Regulamento, batizado como *Regulation Crowdfunding* (disponível em <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>).

Esta isenção, tão necessária para reduzir os custos dos recetores de financiamento, surgiu a custo de limitações importantes a nível dos investidores (até \$5.000 por investidor, por ano, com exceções para investidores com rendimentos ou valor líquido acima de \$100.000), dos próprios projetos (máximo de \$1.000.000 por ano, por projeto, e requisitos de divulgação de informação societária) e das plataformas (registo obrigatório junto da SEC para intermediar ofertas, bem como numerosas normas de *compliance*).

A principal preocupação foi que a menor qualificação técnica e capacidade de supervisão da *crowd* possa servir como incentivo a práticas fraudulentas, mas isso não impediu a comunidade de se manifestar contra a regulação excessiva, indicando um risco elevado de entrave ao desenvolvimento da indústria.

### Reino Unido. O Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014

O Reino Unido tem sido um dos pioneiros a nível mundial no desenvolvimento de meios alternativos

de financiamento, com um mercado combinado de £939 milhões em 2013. Estas plataformas foram responsáveis pelo financiamento de £463 milhões a mais de cinco mil *start ups* e PME entre 2011 e 2013, e o *equity crowdfunding* cresceu 618%, apenas naquele ano (*The Rise of Future Finance*, The UK Alternative Finance Benchmarking Report, National Endowment for Science Technology and the Arts, or NESTA, University of California, Berkeley, and Cambridge University, Dezembro de 2013).

Naturalmente, a *Financial Conduct Authority* («FCA») apressou-se a emitir regulação (disponível em <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>), em vigor desde 1 de Abril de 2014, com o objetivo principal de, por um lado, assegurar um nível de proteção apropriado para os investidores e, por outro, garantir a concorrência neste novo mercado, no interesse dos consumidores.

A abordagem seguida em relação à vertente *equity* é notoriamente distinta da que se verificou nos Estados Unidos. A FCA expressamente refere no seu *Policy Statement* que não considerou apropriado estabelecer deveres mínimos de *due diligence* ou divulgação de informação, para não elevar sobremaneira os custos regulatórios para os participantes. Em vez disso, o foco do regulador dirigiu-se à limitação de categoria de investidor elegível, tendo em conta os riscos que o modelo acarreta. Dessa forma, apenas poderá investir em *equity crowdfunding* através de uma plataforma autorizada, o investidor que: (i) comprove a sua sofisticação, de acordo com os critérios estabelecidos, ou (ii) que seja de alto valor (*high net-worth*), ou (iii) que tenha recebido aconselhamento em relação ao investimento. Caso o investidor não cumpra uma destas condições, terá de passar um *appropriateness test* e apenas poderá investir até 10% dos seus ativos líquidos (*net investible assets*).

### Espanha. O projeto de Ley de Financiación Empresarial

Também em Espanha se ensaiam formas de aproveitar o potencial do *equity crowdfunding*. No âmbito de uma bateria de medidas para revitalizar a economia através do impulso de formas de financiamento não bancário, o *Consejo de Ministros* aprovou no passado dia 3 de outubro um projeto de lei que se dedica no seu Título V às *Plataformas de Financiación Participativa*.

As linhas de orientação são geralmente semelhantes às americanas, na medida em que o foco da regulação se mantém na limitação do investimento, nos requisitos de registo prévio junto de autoridade de supervisão e informação das plataformas, e nos deveres dos empresários. Também neste caso as reações da maioria dos representantes da indústria foram no sentido de que as exigências colocadas são demasiado onerosas, e que em larga medida inutilizam as vantagens que o *equity crowdfunding* apresenta.

De ressaltar, neste âmbito, as seguintes medidas: (i) o regime abrange tanto a modalidade *equity* como o *loan-based crowdfunding*; (ii) prevê-se uma obrigação de contratação de seguro de responsabilidade civil, por parte das plataformas, para cobertura de danos em caso de negligência; (iii) o empresário deve ter residência em Espanha ou, tratando-se de pessoa coletiva, deverá ser uma sociedade de direito espanhol; e (iv) estabelece-se uma obrigação de elaboração de documento de informação fundamental ao investidor a ser apresentado juntamente com o projeto.

### O ENQUADRAMENTO REGULAMENTAR. PORTUGAL E A UNIÃO EUROPEIA

As autoridades dos demais países na Europa começam a olhar para o *equity crowdfunding* como um fenómeno social útil para o crescimento das economias, e está lançado o desafio para regular esta nova realidade de financiamento de forma a competir pelo mercado que agora nasce.

Em Portugal a alternativa ainda não mereceu a atenção do legislador nem dos supervisores, salvo pelo incipiente Projeto de Lei n.º 419/XII, do Partido Socialista (no essencial, apenas define o «financiamento colaborativo» e remete toda regulamentação sobre a matéria para a competência da CMVM), que passou fundamentalmente despercebido e em relação ao qual não se conhecem desenvolvimentos, desde abril de 2013.

A nível comunitário, por outro lado, as iniciativas de sensibilização têm-se multiplicado, tendo aumentado de tom a partir de 27 de março último com uma Comunicação da Comissão Europeia, incentivando várias instâncias europeias a aproveitar as virtudes do financiamento coletivo (Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê Económico e Social Europeu e ao Comitê das Regiões (2014, 27 de

março). *Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*), e culminando com a recém-emitida Opinião da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) sobre o *crowdfunding*, os riscos que apresenta, o enquadramento regulatório aplicável consoante o modelo de negócio prosseguido, bem como sugestões para uma abordagem regulatória conjunta a nível europeu (publicada a 18 de dezembro de 2014).

De facto, a intervenção de reguladores e legisladores mostra-se essencial para que os empreendedores nesta área possam «navegar» com sucesso os numerosos regimes jurídicos, exigências regulatórias, autorizações e requisitos de divulgação de informação no âmbito de recomendações de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários e mercado de instrumentos financeiros (entre outros) que, a serem aplicáveis ao *equity crowdfunding*, imporiam custos de *compliance* impraticáveis.

Em primeiro lugar, e ao abrigo do Código de Valores Mobiliários (o «CVM», aprovado pelo Decreto-Lei 486/99, de 13 de novembro, conforme alterado), o pedido generalizado feito através de plataforma *online* apelando à subscrição de participações sociais constitui uma oferta pública de valores mobiliários (arts. 108.º e 109.º), o que desde logo sujeitaria o emitente à obrigação de contratar intermediário financeiro (art. 113.º) e de publicar prospeto (art. 114.º e seguintes). Como é de ver, apenas os custos associados ao cumprimento destes requisitos, sem prejuízo dos demais deveres legais existentes, bastaria para inutilizar o modelo de negócio de uma plataforma de *equity crowdfunding*, que se caracteriza pelo baixo custo imposto aos empreendedores para obter financiamento.

Nos casos em que a oferta estivesse isenta das obrigações relacionadas com ofertas públicas, nomeadamente quando a oferta pública tivesse um valor total inferior a EUR 5.000.000 (alínea i) do n.º1 do art. 111.º), poderia ainda discutir-se se a sociedade emitente se tornaria uma sociedade com o capital aberto ao investimento do público (sociedade aberta) por efeito da realização da oferta, na medida em que o art. 13.º alínea b) dispõe que considera-se sociedade aberta *A sociedade emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou à aquisição de acções que tenham sido objecto de oferta pública de subscrição (...)*. A dúvida é levantada pelo confronto entre o disposto no núm. 1 do art. 111.º, que estabelece a isenção referida supra em relação às

disposições do Título III do CVM, sobre ofertas públicas - onde se insere o art. 109.º, que estabelece a própria definição legal de oferta pública de valores mobiliários -, e o artigo 13.º, sobre os critérios de qualificação como sociedade aberta.

A incerteza assim criada é de grande relevância para o tópico em questão, na medida em que a consideração de uma sociedade que recorra aos serviços de uma plataforma de equity crowdfunding como sociedade aberta sujeitá-la-ia, bem como aos seus acionistas, às disposições aplicáveis do CVM, entre as quais, nomeadamente: (i) o regime de divulgação de participações qualificadas e de acordos parassociais (arts. 16.º a 19.º); (ii) os mecanismos de participação em assembleia geral (arts. 22.º e seguintes); e (iii) o regime das OPAs obrigatórias (art. 187.º e seguintes).

Mas também as próprias plataformas poderão ser sujeitas a regulação. Enquanto mediadoras, situam-se entre o investidor e o solicitador do financiamento, não apenas publicitando os projetos *online*, mas também (no modelo mais comum) recebendo diretamente os recursos dos investidores interessados e coordenando todos os passos até à entrega final do montante ao empreendedor, chegando até, em alguns casos, a prestar assistência na relação posterior entre a sociedade e os seus acionistas.

Estas poderão, consoante o caso, ser consideradas como atividades de intermediação financeira nos termos dos arts. 289.º e 292.º do CVM, cujo exercício está dependente de autorização prévia da entidade competente (em regra, o Banco de Portugal) e registo junto da CMVM (art. 295.º), ambos procedimentos exigentes em termos de tempo, custo e documentação solicitada, implicando adicionalmente a sujeição à supervisão de ambas entidades.

Nos casos em que as plataformas prestem serviços de pagamento, poderão as mesmas ficar ainda sujeitas ao regime previsto no DL 317/2009, de 30 de outubro sobre serviços de pagamento, na medida em que sejam prestados os serviços detalhados no art. 4.º do diploma. A sujeição a este regime acarreta, para além de supervisão prudencial e comportamental pelo Banco de Portugal, o cumprimento de deveres de capitais mínimos e fundos próprios, regras sobre acesso a sistemas de pagamento e deveres de transparência, entre outros.

A juntar a esta miríade de obstáculos regulatórios poderíamos ainda referir - sem contudo a esgotar -

legislação relativa a crédito ao consumo, comercialização à distância de serviços financeiros, gestores de fundos de investimento alternativos ou regulamentos europeus relativos aos fundos europeus de capital de risco.

## EXEMPLO DE SUCESSO. SYMBID

Um dos elementos chave que ditará o futuro do *equity crowdfunding* é a estrutura jurídica das plataformas e das sociedades que vão receber o investimento, que deverá atingir um balanço ideal entre flexibilidade, baixo custo e organização societária complexa.

Especialmente relevante é o problema de saber como poderá funcionar uma empresa de pequena dimensão, mas que tenha um número elevadíssimo de detentores de participações, espalhados por vários países, e com um investimento individual que por norma é de reduzido valor.

Uma das plataformas que conseguiu implementar um modelo compreensivo de prestação de serviços abrangente com sucesso assinalável foi a *Symbid*, plataforma de *equity crowdfunding* holandesa que opera desde 2011 (<https://www.symbid.nl/>).

Após a fase inicial em que é reunido o capital através da plataforma, a *Symbid* cria uma entidade jurídica separada para agregar o capital angariado e efectuar a transferência de fundos para o projeto. De acordo com a lei societária holandesa, esta entidade é uma *Cooperatie*, uma pessoa jurídica de responsabilidade limitada, próxima daquilo que em Portugal seria uma cooperativa (Lei 51/96, de 7 de setembro).

A forma societária foi escolhida pela sua simplicidade e flexibilidade, características que a aproximam do modelo de *crowdfunding*. A principal vantagem citada é a desnecessidade de intervenção notarial para a criação e a facilidade de obtenção de certificados de associação (*membership*). Cada investidor individual recebe certificados de participação na cooperativa, proporcionais à sua contribuição, e que lhe atribuem direito de voto no âmbito da mesma. Estes certificados não podem ser transferidos a nenhum título sem a autorização da própria cooperativa, que também se encarrega da posterior distribuição de dividendos.

Uma vez que o investidor se torna membro da cooperativa, e, indirectamente, da empresa/projecto, ele passa a poder integrar uma plataforma *online*

fornecida pela *Symbid* através da qual todos os investidores podem comunicar directamente com o empreendedor e em conjunto monitorizar, modelar e direccionar a empresa no caminho do sucesso (chamado *InnerCircle*).

Como resultado do virtuoso modelo criado, a *Symbid* tem experienciado um crescimento notável, ultrapassando recentemente os €5 milhões em capital financiado, através de uma base de mais de vinte cinco mil investidores ativos e que já motivou a abertura do seu capital nos Estados Unidos (disponível em <http://crowdfundbeat.com/2014/09/21/symbid-breaks-eur-5-million-6-4-million-investment-crowdfunding-milestone/>).

## PERSPETIVAS FUTURAS

Em suma, é de ver que a importância do modelo jurídico específico a adotar, especialmente pelas plataformas, é essencial para evitar algumas das barreiras que aqui foram sumariamente abordadas, como também o é a criação de um apoio legislativo sólido e que esclareça as várias dúvidas que se levantam, e que têm efetivamente impedido o desenvolvimento do *equity crowdfunding* em Portugal. Para juristas, apresenta-se uma oportunidade interessante de tomar parte daquela que pode ser uma das principais tendências de disrupção do mercado de financiamento tal como o conhecemos.

ANA SÁ COUTO Y FREDERICO ROMANO COLAÇO\*

---

\* Abogados de las Áreas de Derecho Mercantil y Derecho Público, Procesal y Arbitraje, respectivamente, de Uría Menéndez (Lisboa).