

Financiamento colaborativo e sociedades por quotas

JOÃO VIEIRA DOS SANTOS*

SUMÁRIO: 1. O apoio do financiamento colaborativo às pequenas e médias empresas. 2. O Regulamento (UE) 2020/1503; 3. Financiamento colaborativo por empréstimo. 4. Financiamento colaborativo de capital. 5. Uma solução adicional para as sociedades por quotas.

RESUMO: O financiamento colaborativo e as sociedades por quotas conjugam-se com virtuosismo, face à capacidade daquele se adequar às necessidades financeiras das pequenas e médias empresas, que se apresentam, maioritariamente, sobre a veste de sociedades por quotas. Deste modo, este artigo explora as formas de fomentar a referida ligação através do quadro jurídico do financiamento colaborativo, que se encontra, ao momento, numa fase de mutação, com a entrada em aplicação do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financeiro colaborativo às entidades, no dia 10 de novembro de 2021. Procura-se, assim, analisar em detalhe as alterações preconizadas pelo regime europeu ao regime nacional (Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, e o Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários n.º 1/2016), com vista a identificar soluções adequadas ao financiamento das sociedades por quotas.

PALAVRAS-CHAVE: financiamento colaborativo; sociedades por quotas; pequenas e médias empresas; inovação financeira; regulação financeira.

ABSTRACT: Crowdfunding and private limited companies come together virtuously, given the ability of the former to adapt to the financial needs of small and medium enterprises, which are mostly in the form of private limited companies. In this way, this essay explores the ways of promoting the referred connection through the legal framework of crowdfunding, which is, at the moment, in a phase of mutation,

* Doutor em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade do Porto e Jurista da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. As opiniões expressas neste texto são as do autor e não vinculam a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

with the entry into application of Regulation (EU) 2020/1503 on 10 November 2021. We thus seek to analyse in detail the changes recommended by the European regime to the national regime (Law no. 102/2015 and Portuguese Securities Market Commission's Regulation no. 1/2016), with a view to identifying appropriate solutions to the financing of private limited companies.

KEYWORDS: crowdfunding; private limited companies; small and medium enterprises; fintech; financial regulation.

1. O apoio do financiamento colaborativo às pequenas e médias empresas

O financiamento colaborativo surgiu no início deste milénio¹, e cresceu sustentadamente ao longo dos anos. O mercado nacional de financiamento colaborativo era de cerca de 15 milhões de euros, em 2018, tendo crescido 69% desde 2017², e, globalmente, o volume do mercado do financiamento colaborativo atingiu em 2020 os 12 mil milhões de dólares, prevendo-se um crescimento anual de 11% por ano até 2027³.

As plataformas de financiamento colaborativo têm permitido às empresas financiarem-se, recorrendo à internet, através de um apelo ao investimento do público, num contexto de aproximação dos projetos com os seus apoiantes, através de uma comunidade que partilha os mesmos interesses. O financiamento colaborativo surgiu assim como expoente máximo da desintermediação e da democratização do acesso de pequenos investidores ao mundo do investimento, uma nova fonte de financiamento, em que é essencial a existência de plataformas eletrónicas que colocam em contacto promotores de projetos e investidores, estando estes dispostos a assumir riscos em troca de uma remuneração.

A utilização do financiamento colaborativo potencia a eficiência e o efeito multiplicador do princípio económico subjacente ao financiamento do público: a distribuição do risco⁴. Este meio de financiamento pode-se assim apelidar,

¹ A primeira plataforma de financiamento de colaborativo de donativo foi a ArtistShare, dos Estados Unidos da América, fundada em 2003. A primeira plataforma de financiamento colaborativo por empréstimo foi a Zopa, do Reino Unido, fundada em 2005.

² Dados disponíveis em: <https://p2pmarketdata.com/blog/p2p-lending-portugal/>.

³ Dados disponíveis em: <https://www.statista.com/statistics/1078273/global-crowdfunding-market-size/>.

⁴ Cfr. TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, “El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos”, in *Revista Pensar en Derecho.*, n.º 3, Año 2, University of Buenos Aires, tradução livre, 2013, p. 105, disponível em: <http://www.derecho.uba.ar/>.

epizeuxisticamente, como colaborativo, por esse recurso à multidão e, consequentemente aos investidores de retalho. Outrossim, esta fonte de financiamento tem, no fundo, a mesma função económica que os mercados financeiros: de alocação de recursos e canalização de poupanças para mais e melhores investimentos e para o fomento de uma maior estabilidade de toda a economia.

O financiamento colaborativo tem, também, como finalidade ser uma forma de financiamento alternativo, relativo a outras formas de financiamento tradicional (por exemplo, financiamento bancário) e essa alternatividade verifica-se nesse foco específico, que se pode desdobrar em várias funções sociais relevantes, uma vez que as plataformas de financiamento colaborativo também procuram diferenciar-se entre si, existindo, desta forma, plataformas que, para além de se dedicarem a pequenas e médias empresas, dedicam-se a causas como a sustentabilidade e a coesão territorial, face à maior diversidade de interesses de investidores que o financiamento colaborativo consegue abranger.

Com efeito, os beneficiários procuram as plataformas de financiamento colaborativo para conseguir maior publicidade, pretendendo alcançar o máximo de público possível, explicando-se, também desta forma, a função de democratização do financiamento e investimento que é proporcionada pelo financiamento colaborativo⁵. Verificam-se, assim, aspetos inovadores no financiamento colaborativo, estando as plataformas eletrónicas dispostas e organizadas de um ponto de vista simples, de forma a permitir a sua utilização por qualquer investidor, independentemente da sua literacia, e a permitir que a interação dos investidores ocorra de forma célere e intuitiva. Tal explica a forte ligação entre o financiamento colaborativo e as pequenas e médias empresas, face à maior facilidade e menor exigência do recurso destas a este tipo de financiamento.

Essa forte ligação é importante em Portugal, dado que as empresas portuguesas são, em esmagadora maioria, pequenas e médias empresas. Estas, segundo dados relativos a 2019⁶, têm um peso de 99,9% da totalidade das empresas em Portugal, empregam mais de 3 milhões de pessoas e têm um volume negócios 248.445 milhões de euros.

As pequenas e médias empresas apresentam-se, sobretudo, sob a veste de sociedades por quotas e uma das razões para tal envolve a dimensão, dado que a grande maioria das empresas são pequenas e médias empresas⁷. Outra das razões

⁵ Cf. ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2018 p. 382.

⁶ Dados disponíveis em: www.pordata.pt.

⁷ Sobre a adequação do modelo às sociedades por quotas, *vd.* MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Dissertação para Doutoramento em Ciências Jurídicas na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa,

centra-se na flexibilidade (necessidade de uma grande dinâmica e pouca burocracia), tendo em conta que o valor de capital social mínimo das sociedades por quotas é modesto e os custos de gestão são baixos, em comparação com os das sociedades anónimas.

Normalmente, para além da sua formalização em termos societários (contrato de sociedade), as pequenas e médias empresas são criadas através de um acordo entre os seus fundadores, no qual podem constar as seguintes estipulações: o objetivo global do negócio, as consequências da saída de um ou mais dos fundadores, a duração mínima de permanência de cada fundador e a natureza da contribuição de cada fundador para o desenvolvimento do projeto.

Este estudo pretende, assim, explorar a ligação entre o financiamento colaborativo e as sociedades por quotas, no sentido de identificar formas de a potenciar através do enquadramento jurídico do financiamento colaborativo, que se encontra, neste momento, numa fase de mutação.

O regime jurídico nacional do financiamento colaborativo, a Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, e o Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários n.º 1/2016, ainda se encontra em vigor. No entanto, o Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financeiro colaborativo às entidades, entrou em aplicação no dia 10 de novembro de 2021 e implementa um regime para a prestação de serviços de financiamento colaborativo na União Europeia.

A partir dessa data, convivemos com o regime nacional e o regime europeu em simultâneo, o que poderá suscitar incerteza jurídica, mas, de igual modo, oportunidades para enquadrar da melhor forma o regime europeu no ordenamento jurídico nacional. Cabe-nos, assim, precisar esta alteração do quadro jurídico, antes de nos cingirmos à relação do regime jurídico que pode ser enquadrado no nosso ordenamento com as sociedades por quotas.

2. O Regulamento (UE) 2020/1503

Simultaneamente à apresentação do Plano de Ação *FinTech*, a 8 de março de 2018, a Comissão Europeia apresentou uma proposta de Regulamento do

Almedina, Coimbra, 2009, pp. 39 e 40. Um dos importantes fatores da adoção das sociedades por quotas é a maior flexibilidade do regime legal, em considerável parte, direito dispositivo, cfr. ANTÓNIO FERRER CORREIA, *Temas de Direito Comercial e Direito Internacional Privado*, Almedina, Coimbra, 1989, pp. 75 e ss.. “Do tipo legal da sociedade por quotas faz parte a própria elasticidade”, RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2ª ed. Almedina, Coimbra, 1999, p. 37.

Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos prestadores de serviços de financiamento colaborativo às empresas, que visa estabelecer regras uniformes ao nível europeu tendentes à eliminação dos constrangimentos sentidos pelas plataformas europeias face à ausência de um passaporte europeu e face à grandes diferenças nos regimes dos Estados-Membros.

No dia 5 de outubro de 2020, o Regulamento (UE) 2020/1503 foi aprovado, referindo-se no primeiro considerando do diploma que o “financiamento colaborativo constitui cada vez mais uma forma estabelecida de financiamento alternativo para as empresas em início de atividade e as pequenas e médias empresas (PME), a qual assenta normalmente em pequenos investimentos”.

O artigo 1.º, n.º 1, Regulamento (UE) 2020/1503 elucida que o seu âmbito, referindo que este diploma estabelece requisitos uniformes relativos à prestação de serviços de financiamento colaborativo em matéria de organização, autorização e de supervisão dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo, ao funcionamento das plataformas de financiamento colaborativo, à transparência e às comunicações comerciais relacionadas com a prestação de serviços de financiamento colaborativo na União Europeia.

No entanto, existem vários regimes específicos criados pelos Estados-Membros, incluindo Portugal, que divergem entre si, contrariando o objetivo do Regulamento (UE) 2020/1503 de possibilitar a prestação de serviços de financiamento colaborativo em todo o território da União Europeia uniformemente, procurando-se reduzir custos aos investidores de retalho, aos gestores das plataformas e aos beneficiários quando estes procuram perceber as regras aplicáveis em cada Estado-Membro.

Face ao exposto, foi estabelecido que o Regulamento (UE) 2020/1503 substitui os regimes nacionais que versem sobre os mesmos serviços que se encontrem no seu âmbito, sendo estabelecido um período transitório, no seu artigo 48.º, que permite às entidades que prestam esses serviços de financiamento colaborativo, em conformidade com o direito nacional, adaptarem as suas atividades ao Regulamento (UE) 2020/1503 e disporem de tempo suficiente para solicitar uma autorização ao abrigo do mesmo.

Deste modo, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo podem continuar, em conformidade com o direito nacional aplicável, a prestar os serviços de financiamento colaborativo abrangidos pelo âmbito de aplicação do Regulamento (UE) 2020/1503 até 10 de novembro de 2022 (um ano após a entrada em aplicação do regime europeu) ou até que lhes seja concedida a autorização no âmbito do referido diploma, nos termos do n.º 1 do artigo 48.º do Regulamento (UE) 2020/1503. Nessa medida, os pedidos de autorização para a gestão de plataformas de financiamento colaborativo, efetuados a partir de 10 de novembro de 2021, com vista à prestação de serviços no território

da União Europeia apenas podem ser submetidos ao abrigo do Regulamento (UE) 2020/1503⁸.

Durante esse período transitório (entre 10 de novembro de 2021 e 10 de novembro de 2022), os Estados-Membros podem criar, com base no n.º 2 do artigo 48.º do Regulamento (UE) 2020/1503, procedimentos especiais que permitam que as pessoas coletivas, autorizadas ao abrigo do direito nacional a prestar serviços de financiamento colaborativo abrangidos pelo âmbito de aplicação do Regulamento (UE) 2020/1503, convertam as suas autorizações nacionais em autorizações ao abrigo do Regulamento (UE) 2020/1503, desde que os prestadores de serviços de financiamento colaborativo cumpram os respetivos requisitos.

Após o período transitório, os prestadores de serviços não autorizados no âmbito do regime europeu deverão encerrar a sua atividade e os pedidos de financiamento efetuados nas suas plataformas, com exceção dos serviços dos contratos existentes, incluindo a cobrança e a transferência de montantes a receber, a prestação de serviços de guarda de ativos ou o processamento de operações societárias, que poderão continuar em conformidade com o direito nacional aplicável.

Perante o exposto, convém identificarmos que serviços de financiamento colaborativo se encontram no âmbito do regime europeu, de forma a perceber as implicações no regime nacional e na nossa análise tendente à ligação com as sociedades por quotas. Ora, o artigo 2.º, n.º 1, a), do Regulamento (UE) 2020/1503, define como serviço de financiamento colaborativo “o serviço que consiste em fazer corresponder os interesses dos investidores e os dos promotores de projetos em matéria de financiamento de entidades, através da utilização de uma plataforma de financiamento colaborativo, e que pode assumir uma das seguintes atividades:

- i) facilitação da concessão de empréstimos,
- ii) colocação sem garantia, a que se refere o anexo I, secção A, ponto 7, da Diretiva 2014/65/UE, de valores mobiliários e instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo emitidos por promotores de projetos ou por uma entidade com objeto específico, e receção e transmissão de ordens de clientes, como referido no ponto 1 daquela secção, relativas a esses valores mobiliários e instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo”.

⁸ De acordo com as orientações da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, disponíveis em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1088_qas_crowdfunding_ecspr.pdf.

As atividades referidas correspondem, até certa medida, às duas modalidades de financiamento colaborativo supervisionadas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, e definidas nas alíneas c) e d) do artigo 3.º da Lei n.º 102/2015, que são o financiamento colaborativo por empréstimo e financiamento colaborativo de capital. Avançaremos, face a esta correspondência próxima entre o regime europeu e o regime nacional, com uma análise dividida por estas modalidades.

3. Financiamento colaborativo por empréstimo

O financiamento colaborativo por empréstimo baseia-se num investimento inicial para financiar o projeto do beneficiário com um reembolso futuro do capital para os mutuantes, com juros⁹. Esta modalidade é mais antiga que o próprio termo *Crowdfunding*, tendo em conta que a primeira plataforma desta atividade, a Zopa, surgiu em 2005, no Reino Unido e a primeira vez que foi utilizado o termo “*Crowdfunding*” foi em 2006 por Michael Sullivan¹⁰. O surgimento desta figura no Reino Unido está associado à longa tradição do país na realização de empréstimos entre particulares, já existindo instituições para o efeito o século XVIII, as *friendly societies*, que surgiram espontaneamente durante a revolução industrial como organizações que visam ajudar seus membros a reunir capital e a distribuir riscos¹¹.

Desde a sua criação, que esta modalidade de financiamento colaborativo tem crescido a um ritmo impressionante¹² e ganhou uma especial complexidade na estrutura de algumas plataformas¹³. Esta modalidade tem o benefício de gerar

⁹ Cfr. STEVEN BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, 2012, pp. 20 e ss., disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916184; DAVID GROSHOFF, *Kickstarter My Heart: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding Constraints and Bitcoin Bubbles*, 2014, p. 540, disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2313396.

¹⁰ Cfr. ALESSANDRO BIFFI E MANUEL COLUMBARO, *Equity crowdfunding: un modello di analisi del comportamento di imprenditori e investitori*, 2014, p. 11, disponível em: <https://www.politesi.polimi.it/>.

¹¹ Cfr. CRAIG EVERETT, *Origins and Development of Credit-Based Crowdfunding*, 2014, pp. 2 e ss., disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

¹² Cfr. LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA E FRANCISCA SEARA CARDOSO, “P2P Lending”, in *FinTech. Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA E DIOGO PEREIRA DUARTE, Almedina, Coimbra, 2017, p. 305; CAMBRIDGE CENTER FOR ALTERNATIVE FINANCE, *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, 2021, disponível em: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.

¹³ Cfr. CRAIG EVERETT, *Origins and Development of Credit-Based Crowdfunding*, 2014, p. 16, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

retornos competitivos aos mutuantes, ao mesmo tempo que ajuda a economia através da concessão de empréstimos a empresas que de outra forma podem ser incapazes de obter crédito¹⁴. No entanto, esta atividade distingue-se da preconizada por instituições de crédito, uma vez que estas concedem créditos por conta própria e recebem do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis, enquanto as plataformas de financiamento de colaborativo apenas facilitam/intermedeiam a concessão de empréstimos entre investidores e empresas.

Na alínea d) do artigo 3.º da Lei n.º 102/2015, o financiamento colaborativo por empréstimo é definido como a modalidade “através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação”. No Regulamento (UE) 2020/1503, um empréstimo é definido como “um acordo pelo qual um investidor coloca à disposição do promotor do projeto uma quantia em dinheiro acordada durante um prazo acordado e pelo qual o promotor do projeto assume uma obrigação incondicional de reembolsar esse montante ao investidor, juntamente com os juros vencidos, em conformidade com o calendário de pagamento das parcelas”, conforme a alínea b) do n.º 1 do artigo 2.º.

A principal diferença entre as duas definições é a referência expressa a dinheiro no regime europeu, parecendo que se refere à figura da moeda fiduciária, dado que não existe qualquer definição de dinheiro na legislação da União Europeia e na legislação nacional. No nosso entendimento, deve-se presumir que foi esta a intenção do legislador face à desadequação das regras do Regulamento (UE) 2020/1503 aos criptoativos (nomeadamente, a ligação à atividade creditícia das instituições de crédito). Desta forma, o empréstimo de criptoativos não se enquadra no âmbito do Regulamento (UE) 2020/1503, enquanto na Lei n.º 102/2015 parece haver mais flexibilidade na definição de empréstimo, pelo que, com a alteração do quadro jurídico do financiamento colaborativo, perder-se-á a capacidade de enquadrar a atividade de intermediação de empréstimo de criptoativos, que tem sido promovida por uma tendência bastante recente, chamada de finanças descentralizadas¹⁵.

¹⁴ Cfr. MATTHEW VITALE, *Crowdfunding: Recent International Developments and Analysis Of Its Compatibility With Australia's Existing Regulatory Framework*, 2013, disponível em: <http://papers.ssrn.com/>.

¹⁵ Sobre finanças descentralizadas, *vd.* TAMÁS KATONA, “Decentralized Finance – The Possibilities of a Blockchain «Money Lego» System”, in *Financial and Economic Review*, Magyar Nemzeti Bank (Central Bank of Hungary), vol. 20(1), 2021, pp 74-102; ANTÓNIO GARCIA ROLO, “Challenges in the legal qualification of Decentralised Autonomous Organisations (DAOs): the rise of the crypto-partnership?”, in *Revista de Direito e Tecnologia*, Vol. 1, n.º 1, 2019, disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/168e81e05a8b/>; FABIAN SCHÄR, “Decentralized Finance: On Blockchain and Smart Contract-based Financial Markets”, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Research Paper Series*, 2021, disponível em: papers.ssrn.com; DIRK ZETZSCHE, DOUGLAS ARNER E ROSS BUCKLEY,

Os deveres das entidades gestoras das plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo, previstos na Lei n.º 102/2015, estão densificados no Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários n.º 1/2016, sendo, quase absolutamente, os mesmos que os deveres das entidades gestoras das plataformas de financiamento colaborativo de capital. O mesmo não sucede no Regulamento (UE) 2020/1503, em que existe uma maior diferença entre os deveres dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo que visam a facilitação da concessão de empréstimos e os deveres dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo que visam a colocação e receção e transmissão de ordens de valores mobiliários e instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo.

Exemplificativamente, existem regras específicas para a gestão individual de carteiras de empréstimos (atividade definida como a “afetação pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo de um montante predeterminado de fundos de um investidor, o qual é um mutuante inicial, a um ou vários projetos de financiamento colaborativo na sua plataforma de financiamento colaborativo, em conformidade com um mandato individual conferido pelo investidor numa base discricionária em função do investidor”)¹⁶ no artigo 6.º do Regulamento (UE) 2020/1503, enquanto aplicam-se as regras gerais do contrato de mandato para as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo que se regem pelo regime nacional até 10 de novembro de 2022.

Outra distinção relevante dos regimes é que o Regulamento (UE) 2020/1503 estabelece no seu artigo 1.º, n.º 3, que os Estados-Membros devem assegurar que o respetivo direito nacional não preveja uma autorização enquanto instituição de crédito aos: “a) Promotores de projetos que, no que diz respeito aos empréstimos facilitados pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo, aceitam fundos de investidores; ou b) Investidores que concedem, a promotores de projetos, empréstimos facilitados pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo”.

“Decentralized Finance (DeFi)”, in *Issue Brief 02/2020, European Banking Institute Working Paper Series 59/2020*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/010, University of Luxembourg Faculty of Law, Economics & Finance WPS, Journal of Financial Regulation – forthcoming, 2020, disponível em: papers.ssrn.com; GUILHERME MAIA E JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *MiCA and DeFi (‘Proposal for a Regulation on Market in Crypto-Assets’ and ‘Decentralised Finance’)*, 2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3875355.

¹⁶ Nos termos do considerando (20), do Regulamento (UE) 2020/1503, a gestão de carteiras de empréstimos abrange os processos automatizados através dos quais os fundos são automaticamente atribuídos pelo prestador de serviços de financiamento colaborativo a projetos de financiamento colaborativo, em função de parâmetros e indicadores de risco predeterminados pelo investidor, processo designado por «autoinvestimento».

No regime nacional, poderão existir dúvidas se os investidores e os promotores de projetos estão a exercer atividades exclusivas das instituições de crédito, previstas no artigo 8.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o que sucederá se estiverem a exercer essas atividades a título profissional, uma classificação difícil de determinar¹⁷, significando encargos aos investidores, promotores de projetos, prestadores de serviços e às entidades supervisoras, devido a essa incerteza regulatória.

Apesar desta maior clareza que o Regulamento (UE) 2020/1503 fornece, o financiamento colaborativo por empréstimo já era no regime nacional a modalidade mais adequada para as sociedades por quotas, porque já não se verificavam quaisquer dificuldades de enquadramento jurídico. Das seis entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo registadas junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, todas adotaram a modalidade de financiamento colaborativo por empréstimo. O mesmo não sucede com o financiamento colaborativo de capital, havendo apenas uma entidade registada que cumulou a modalidade de financiamento colaborativo de empréstimo com a modalidade de financiamento colaborativo por capital. Existem dificuldades de enquadramento nesta última modalidade que explicam esta menor atratividade e que merecem uma análise mais detalhada.

4. Financiamento colaborativo de capital

A modalidade do financiamento colaborativo de capital é definida no artigo 3.º, alínea c), da Lei n.º 102/2015 como aquela “pelo qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros”. Trata-se de uma abordagem bastante diferente da optada pelo Regulamento (UE) 2020/1503, que preferiu uma referência a atividades de intermediação financeira, nomeadamente, a colocação sem garantia e a receção e transmissão de ordens de clientes.

A opção do regime nacional é substancialmente mais abrangente, permitindo enquadrar várias figuras no seu âmbito, nomeadamente, a cessão a terceiros do direito ao dividendo, o contrato de associação em participação e a oferta das participações sociais ao público. Analisaremos, de seguida, cada uma delas.

¹⁷ Sobre os critérios de profissionalidade, *vd.* ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, “A Profissionalidade na Intermediação Financeira”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 10, 2001, pp. 2 e ss., disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN10.aspx?v=>.

Nas sociedades por quotas, a cessão a terceiros do direito ao dividendo pode ser feita através da celebração de um contrato de associação à quota. Trata-se de um contrato pelo qual um sócio de uma sociedade cede todos ou parte dos direitos que integram a sua participação social a um terceiro, sem que este adquira a qualidade de sócio e sem que o primeiro a perca. Esta figura constava do Código Civil de 1867, aprovado por Carta de Lei de 4 de julho, mas não existe hodiernamente. No entanto nada impede que as partes celebrem ao abrigo da autonomia privada, nos termos do artigo 405.º do Código Civil.

De forma a percebermos quando pode operar a cessão do direito ao dividendo é importante perceber a distinção entre lucro abstrato e lucro concreto, constituindo apenas este último o dividendo. Esta distinção decorre do facto de só com deliberação sobre a distribuição é que o lucro se torna dividendo, passando o direito abstrato dos sócios para um direito de crédito destes sobre a sociedade, pelo que a posição do sócio se considera equivalente ao de qualquer terceiro credor sobre a própria sociedade. Desta forma, o direito ao dividendo, autonomiza-se da qualidade de sócio, assumindo um carácter extra-corporativo, pelo que só pode ser afetado com o consentimento do próprio sócio¹⁸.

Com efeito, o sócio não é titular de um direito concreto sobre o lucro, mas “titular de uma expectativa juridicamente tutelada que incide sobre os lucros de balanço como coisa futura, a qual, com a formação destes, se torna um direito subjectivo”¹⁹, tornando-se o lucro concreto e passando-se a chamar dividendo. Desta forma, o direito do sócio determina-se e materializa-se com este lucro de balanço que corresponde ao “acrécimo patrimonial gerado e acumulado pela sociedade desde o início da sua actividade até determinada data (a data a que se reporta o balanço) e que é distribuível pelos sócios”²⁰, estando este tipo de lucro presente no artigo 32.º do Código das Sociedades Comerciais, que fixa os

¹⁸ Cfr. ANA SÁ COUTO E JOANA TORRES EREIO, “Transmissão do direito ao dividendo”, in *Revista Actualidad Jurídica*, n.º 29, 2011. p. 74. O carácter extra-corporativo deste direito determinará, na eventualidade de se verificarem as condições impeditivas da distribuição presentes no artigo 31.º, n.º 2, alínea a), do Código das Sociedades Comerciais, apenas o retardamento do seu pagamento até que a sociedade se encontre em condições de o efetuar, cfr. FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 288 e ss..

¹⁹ FILIPE CASSIANO SANTOS, “A posição do accionista face aos lucros de balanço. O direito do accionista ao dividendo no Código das Sociedades Comerciais”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996, p. 19.

²⁰ PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Estudos de Direito das Sociedades*, 8.ª edição, Almedina, Coimbra, 2007, págs. 213 e segs. Realça-se que o lucro de balanço não se trata do lucro de exercício, sendo este gerado num determinado exercício e da aplicação que primacialmente lhe deve ser dada, não correspondendo ao lucro distribuível aos sócios.

limites da distribuição de bens aos sócios, consagrando, entre nós, o chamado princípio da intangibilidade do capital social.

Este momento de apuramento dos lucros de balanço é fulcral para a efetivação da transmissão do direito ao dividendo, por duas razões. Primeiro, o facto de os lucros serem lucro abstrato antes do apuramento dos lucros de balanço, sendo aquele entendido como o direito de exigir que a sociedade tenha por finalidade o escopo lucrativo, no direito a participar na distribuição dos lucros apurados pela sociedade²¹ e no direito à quota de liquidação ou lucro final. Deste modo, o direito ao lucro abstrato não pode ser cedido por se tratar de um elemento essencial do contrato de sociedade e um direito irrenunciável e inderrogável dos sócios, nos termos dos artigos 980.º do Código Civil e 20.º, n.º 1, alínea a) do Código das Sociedades Comerciais.

Note-se que a existência de um direito ao lucro abstrato não significa que os sócios, individualmente considerados, tenham direito a exigir a distribuição dos dividendos. Cabe à coletividade dos sócios livremente decidir, por maioria absoluta, se, quando e como se procederá à sua repartição. Portanto, só a deliberação de distribuição de dividendos é constitutiva do direito concreto de crédito do sócio, contudo nada impede que os sócios possam transmitir a titularidade das participações sociais a terceiros antes da constituição do direito ao dividendo na sua esfera jurídica, enquanto direito futuro, admitindo-se, assim, uma cessão do direito à distribuição periódica do dividendo²².

Perante o exposto, poderá existir no financiamento colaborativo do regime nacional a cessão do direito ao dividendo, mesmo que ainda não deliberado. Contudo, a ausência de uma relação duradoura e de aleatoriedade quanto à determinação do valor dos créditos em causa tornam esta forma de financiamento colaborativo pouco atrativa para os investidores por não gerarem qualquer retorno, havendo outras formas mais adequadas para os investidores e também relacionadas com os lucros dos beneficiários.

A partilha de lucros está também prevista na alínea c) do artigo 3.º do Lei n.º 102/2015, pelo que constitui uma forma de financiamento colaborativo de capital, podendo ser concretizada no ordenamento jurídico nacional através da

²¹ Cf. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 265.

²² Convergentemente, FILIPE CASSIANO SANTOS, “A posição do accionista face aos lucros de balanço. O direito do accionista ao dividendo no Código das Sociedades Comerciais”, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996, pp. 116 e ss.; TIAGO ARNOULD, “O Destaque do Direito aos Lucros: Esvaziamento do Direito ao Voto e Titularidade Oculta”, in *Revista de Direito das Sociedades*, n.ºs 1 e 2, 2013, pp. 371 e ss.; JORGE MARQUES ESTACA, “O destaque dos direitos de voto em face do CVM”, in *Estudos em honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, p. 1349.

celebração de um contrato de associação em participação, figura que encontra o seu regime no Decreto-Lei n.º 231/81, de 28 de julho, que revogou os artigos 224.º a 227.º do Código Comercial que nominava este tipo contratual de conta em participação.

A associação em participação é definida como “a associação de uma pessoa a uma atividade económica exercida por outra, ficando a primeira a participar nos lucros ou nos lucros e perdas que desse exercício resultarem para a segunda”, nos termos do n.º 1 do artigo 21.º do Decreto-Lei n.º 231/81, tratando-se um contrato *res inter alia acta*: a sociedade (que poderá ser um sociedade por quotas) é terceira em relação ao contrato – os lucros são pagos ao sócio cedente e é este quem os cede ao associado. Não pode, por isso, o associado exigir o pagamento diretamente à sociedade. Ademais, refere-se que associado é-o nos lucros, ou nos lucros e perdas que desse exercício resultarem para o primeiro, sendo que a participação nas perdas pode ser dispensada por cláusula no contrato, nos termos dos artigos 21.º, n.º 2, e 23.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 231/81.

A associação em participação não é uma sociedade civil ou comercial por não lhe ser atribuída personalidade jurídica e faltar o requisito do exercício em comum de certa atividade económica. Com efeito, o Decreto-Lei n.º 231/81 regula a associação em participação como uma relação obrigacional entre associante e associado, não como uma organização ou agrupamento institucional de relações²³.

Tratando-se o financiamento colaborativo de uma forma de financiamento de projetos, algumas possibilidades não se poderão aplicar como a dispensa de contribuição do associado e a participação recíproca em associação, previstas respetivamente nos n.ºs 2 e 3 do artigo 24.º do Decreto-Lei n.º 231/81, uma vez que ambas implicam a inexistência de qualquer contribuição de natureza patrimonial²⁴.

Refere-se, ainda, que o contrato de associação em participação não está sujeito a forma especial, à exceção da que for exigida pela natureza dos bens com que o associado contribuir, nos termos do n.º 1 do artigo 23.º Decreto-Lei n.º 231/81, facilitando a sua transmissibilidade nas plataformas de financiamento colaborativo, onde a simplicidade e celeridade são objetivos fundamentais.

O regime nacional permite, ainda, de forma abstrata enquadrar qualquer oferta das participações sociais ao público no seu âmbito. Está, assim, necessa-

²³ ANA MARTINS DE SOUSA, *O Contrato de Joint Venture*, Dissertação de Mestrado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2013, p. 37.

²⁴ Convergentemente, FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2019, pp. 87 e ss..

riamente em causa a figura societário do apelo à subscrição pública²⁵ “também conhecida como subscrição sucessiva (por se realizar por etapas e não através de um ato único)”²⁶.

Neste contexto, a regra do direito societário português é a da constituição de sociedade comercial e a do aumento de capital da sociedade comercial por meio de subscrição particular, nos termos do n.º 1 do artigo 7.º e do n.º 1 do artigo 87.º do Código das Sociedades Comerciais, respetivamente, sendo excecionalmente estabelecida a possibilidade do recurso à subscrição pública às sociedades anónimas e às sociedades em comandita por ações, nos artigos 18.º, n.º 4, 87.º, n.º 2, *in fine*, e 279.º do Código das Sociedades Comerciais.

Esta solução parece justificar-se pela importância da dispersão do capital nas sociedades anónimas e nas sociedades em comandita por ações em detrimento do caráter mais personalístico das restantes sociedades, conjugando-se assim perfeitamente com a natureza pública e impessoal da subscrição com apelo ao público.

Face ao exposto, é importante salientar primeiramente que as ofertas do Lei n.º 102/2015 não podem ser realizadas para a constituição de sociedades comerciais, tendo em conta que apenas poderão ser beneficiárias as pessoas coletivas já constituídas²⁷, opção que nos parece razoável face à dificuldade de avaliação do risco de projetos sem qualquer histórico por parte das plataformas e dos investidores. Outrossim, nos termos do n.º 4 do artigo 280.º do Código das Sociedades Comerciais, se a sociedade não chegar a constituir-se, todas as despesas efetuadas serão suportadas pelos promotores, levando-nos a inferir que a possibilidade de constituição de uma sociedade através de financiamento colaborativo, perante a aplicação regime da subscrição pública prevista no Código das Sociedades Comerciais, não é atrativa para os próprios promotores dos projetos.

Em segundo lugar, salienta-se a necessidade no Lei n.º 102/2015 das entidades beneficiárias serem sociedades anónimas ou sociedades em comandita por ações, face à necessidade de determinação das pessoas que participarão no aumento de capital na deliberação do mesmo. No entanto, existe uma exceção ao referido, que se trata da possibilidade da oferta se destinar ao à celebração do

²⁵ No entendimento de Fernando Belezas, o recurso à subscrição particular é impossível nas ofertas de *Crowdfunding*, porque o recurso à subscrição particular exige a identificação e definição prévia dos investidores, cfr. FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2019, p. 85.

²⁶ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, Anot. ao art.º 279.º in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coordenado por COUTINHO DE ABREU, Vol. V, Coimbra, Almedina, 2012, p. 116.

²⁷ Convergentemente, FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2019, p. 86, nota 160.

acordo de subscrição de novos sócios numa sociedade por quotas, nos termos do artigo 268.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais²⁸.

No entanto, o regime das sociedades por quotas não é totalmente compatível com a dispersão do capital que o financiamento colaborativo implica²⁹ ao exigir o registo comercial da aquisição das quotas, nos termos do artigos 242.º-A, do Código das Sociedades Comerciais, 3.º n.º 1, alínea c), 29.º-A e 53.º-A do Código do Registo Comercial³⁰. Trata-se de um registo por depósito³¹, em contraposição aos registos por transcrição³², nos termos da alínea a) do n.º 5 do artigo 53.º-A do Código do Registo Comercial, que deve ser pedido no prazo de dois meses a contar da data em que o facto tiver sido titulado (artigo 15.º, n.º 2, do Código do Registo Comercial), sendo que, ademais, os factos relativos a quotas são ineficazes perante a sociedade enquanto não for solicitada, quando necessária, a promoção do respetivo registo (artigo 242.º-A do Código das Sociedades Comerciais).

A cessão de quotas depende, nos termos do n.º 1 do artigo 228.º do Código das Sociedades Comerciais, de documento escrito sob pena de nulidade do negócio que serve de base à cessão, conforme previsto no artigo 220.º do Código Civil³³, e a sua eficácia depende de comunicação escrita à sociedade ou por esta reconhecida, expressa ou tacitamente (artigo 228, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais). Adicionalmente, o regime da cessão de quotas prevê a necessidade, em regra, de consentimento da sociedade (dado por deliberação

²⁸ Convergentemente, DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento Colaborativo de Capital (Equity-Crowdfunding)”, in *FinTech. Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA E DIOGO PEREIRA DUARTE, Almedina, Coimbra, 2017, p. 241. Divergentemente, FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2019, p. 86, nota 160.

²⁹ Convergentemente, DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento Colaborativo de Capital (Equity-Crowdfunding)”, in *FinTech. Desafios da Tecnologia Financeira*, coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA E DIOGO PEREIRA DUARTE, Almedina, Coimbra, 2017, p. 241.

³⁰ Sobre o registo da aquisição de quotas, explicando que o registo não é feito junto da sociedade, mas antes, no registo comercial, ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Cessão de Quotas*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 21 e ss.

³¹ Nos termos do n.º 3 do artigo 53.º-A do Código do Registo Comercial, o registo por depósito consiste no mero arquivamento dos documentos que titulam factos sujeitos a registo.

³² Nos termos do n.º 2 do artigo 53.º-A do Código do Registo Comercial, o registo por transcrição consiste na extractação dos elementos que definem a situação jurídica das entidades sujeitas a registo constantes dos documentos apresentados.

³³ Cfr. RAQUEL DE LÓIA SEQUEIRA, “Transmissão de quotas e de ações – Algumas questões”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2018, p. 533.

dos sócios³⁴) como requisito de eficácia deste negócio, nos termos do artigo 228.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais, a não ser que se trate de cessão entre cônjuges, entre ascendentes e descendentes ou entre sócios³⁵. Este consentimento pode ser feito antes ou depois da cessão³⁶.

Quanto ao Regulamento (UE) 2020/1503, este apenas contempla valores mobiliários e instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo. No primeiro caso, serão apenas admissíveis ações nos serviços de financiamento colaborativo, no que concerne participações sociais, logo apenas poderão recorrer a serviços de financiamento colaborativo as sociedades anónimas e as sociedades em comanditas por ações. As participações sociais das sociedades por quotas não são consideradas valores mobiliários, por lhes faltarem requisitos essenciais como a transmissibilidade, nomeadamente, a necessidade de consentimento. As quotas também não podem ser valores mobiliários devido à natureza documental destes, sendo que as quotas não podem ser representadas por títulos (artigo 219.º, n.º 7, do Código das Sociedades Comerciais)³⁷.

No âmbito da constituição de sociedades por apelo à subscrição pública, este diploma não cria obstruções quanto a essa possibilidade, uma vez que os beneficiários podem ser pessoas singulares e pessoas coletivas³⁸, aplicando-se, assim, o regime do artigo 279.º do Código das Sociedades Comerciais, quer para as sociedades anónimas, quer para as sociedades em comandita por ações, por via do artigo 478.º do Código das Sociedades Comerciais³⁹.

Quanto às restantes figuras exploradas, a cessão do direito ao dividendo e o contrato de associação em participação, estas não se encontram consagradas

³⁴ Os sócios deverão tomar a deliberação 60 dias seguintes à sua receção do pedido de consentimento do cessionário ou do cedente, sob pena de a eficácia de cessão deixa de depender dele, nos termos do artigo 230.º do Código das Sociedades Comerciais.

³⁵ Pode-se incluir no contrato de sociedade uma cláusula que dispense a necessidade deste consentimento, em qualquer caso ou sob a verificações de certas condições, nos termos do artigo 229.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais. No entanto, esta necessidade de verificação do contrato de sociedade não é consentânea com a celeridade e simplicidade associada ao financiamento colaborativo. Acresce que, não é possível dispensar o consentimento da sociedade para a cessão de quotas através de um acordo parassocial, cf. RAQUEL DE LÓIA SEQUEIRA, “Transmissão de quotas e de ações – Algumas questões”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2018, p. 540.

³⁶ Cf. RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, 2ª ed. Almedina, Coimbra, 1999, p. 623.

³⁷ Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed. Almedina, Coimbra, 2018, pp. 116 a 118.

³⁸ Cf. alínea h), n.º 1, do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2020/1503.

³⁹ Cf. MARIA ELISABETE RAMOS, “A simplificação dos processos de constituição de sociedades: o que mudou nos últimos 30 anos?” in *Direito das Sociedades em Revista*, outubro 2016, ano 8, Vol. 16, Almedina, Coimbra, 2016, p. 126.

enquanto serviços de financiamento colaborativo no âmbito do Regulamento (UE) 2020/1503. Tal significa que estas figuras poderão continuar a enquadrar-se no financiamento colaborativo, mas apenas no regime nacional, enquanto este não for revogado, não podendo as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo adotar estas figuras e usufruir da possibilidade de prestarem os serviços, que se encontrem no âmbito dessas figuras, em toda a União Europeia – apenas poderão prestar esses serviços no território nacional. Não se afigura, desta forma, como provável que estas figuras perdurem, dado que a alteração do regime nacional deverá aproximar-se o máximo possível ao regime europeu.

As sociedades das quotas ficam apenas com a possibilidade de recorrer ao financiamento colaborativo por empréstimo, tornando-se o financiamento colaborativo de capital ainda mais afastado deste tipo societário. No entanto, o Regulamento (UE) 2020/1503 oferece uma solução adicional (além do financiamento colaborativo por empréstimo) às sociedades por quotas, que o legislador nacional poderá aproveitar.

5. Uma solução adicional para as sociedades por quotas

O Regulamento (UE) 2020/1503 estabelece a possibilidade de os Estados-Membros incluírem no financiamento colaborativo de capital outros instrumentos para efeitos de financiamento colaborativo, que podem estar sujeitos ao direito nacional, regendo este a sua transferibilidade como, por exemplo, a obrigação de a transferência ser autenticada por notário. Esses instrumentos devem ser participações numa sociedade de responsabilidade limitada que não estão sujeitas a restrições que as impeçam efetivamente de ser transferidas, incluindo restrições à forma como essas participações são oferecidas ou anunciadas ao público, de acordo com a definição prevista na alínea n) do n.º 1 do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2020/1503.

Já identificámos acima as dificuldades na circulabilidade nas quotas, nomeadamente, a necessidade do consentimento da sociedade e a proibição das quotas serem representadas por títulos, o que dificulta o enquadramento das quotas na definição de instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo, acima exposta. Isto posto, o legislador nacional deverá alterar o regime da cessão de quotas, se quiser aproveitar a possibilidade de enquadrar as quotas no regime europeu do financiamento colaborativo.

Uma das alterações que pode ser feita para facilitar a circulabilidade das quotas é tornar possível a sua representação em títulos. Já existiam algumas posições na doutrina, muito antes de se abordar esta possibilidade no financiamento

colaborativo, em que a representação de quotas em títulos não lhes repugna. É o caso de Rui Pinto Duarte, que não vê razões para o registo das quotas ter que ser público, sugerindo que o registo dos factos relativos a quotas e a ações não integradas em sistema centralizado obedeça a orientações comuns, ou seja, que seja organizado pela sociedade, embora de acessibilidade pública, que obedeça aos princípios do trato sucessivo e da prioridade, que esse registo seja condição de oponibilidade (à sociedade e a terceiros), que seja completado pelo depósito anual no registo comercial da lista de sócios e das suas participações e que seja objeto de fiscalização por organismo público⁴⁰.

João Anacoreta Correia refere, por sua vez que “a forma de evolução será a de avançar, no que toca a esta matéria, para uma equiparação entre o regime das quotas e o das acções. Este caminho de equiparação do regime das sociedades por quotas ao das sociedades anónimas, traduzir-se-ia, então, numa titulação das quotas, com emissão de títulos nominativos. Ora, este caminho parece desde logo esbarrar na consciência colectiva de acordo com a qual as sociedades anónimas e as sociedades por quotas são visceralmente distintas e servem interesses distintos. Há, obviamente, diferenças, mas a titulação das quotas não é incompatível com este tipo societário. Além disso, a experiência de outras jurisdições demonstra que estamos «presos» a determinados modelos que podem ter maior ou menos justificação histórica, mas que podem evoluir e adaptar-se. O título nada tem de assustador e poderia simplificar e oferecer maior segurança do que a conferida pelo regime actualmente em vigor”⁴¹.

Margarida Costa Andrade também sugere como solução para resolver atuais problemas do regime da cessão de quotas⁴² a possibilidade destas se incorporem em título, passando-se a transacionar no molde das ações, sendo que, como o legislador pretende facilitar a circulação de quotas, teria já no regime dos títulos de crédito (ou dos valores mobiliários) um regime plenamente estudado e construído⁴³.

⁴⁰ Cfr. RUI PINTO DUARTE, “Publicidade das participações nas sociedades comerciais” in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 71 e ss..

⁴¹ JOÃO ANACORETA CORREIA, “O Registo por Depósito da Cessão de Quotas – A Perspectiva de um Advogado”, in *Cessão de Quotas – “Desfornalização e Registo por Depósito”*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 137 e ss..

⁴² Margarida Costa Andrade refere em relação à reforma do registo da cessão de quotas preconizado pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, que “A celeridade e a simplificação não passam de uma ilusão, pois que as práticas notarias se mantiveram, só que com outras vestes”, MARGARIDA COSTA ANDRADE, “Anotação artigo 242.º-A” in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, 2ª ed., Vol. III, Coord. JORGE COUTINHO DE ABREU, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 604 e 605.

⁴³ Cfr. MARGARIDA COSTA ANDRADE, “A Cessão de Quotas no Direito Comparado” in *Cessão de Quotas – “Desfornalização e Registo por Depósito”*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 88 e ss.

Ademais, Pedro Maia alerta que “o tráfico mercantil reclama uma especial segurança, sobretudo quando se trate de bens cujo valor pode ser elevadíssimo e que, ainda por cima, não tem existência corpórea”⁴⁴. Refere-se o autor aos problemas do registo por depósito da cessão de quotas, especialmente quando este é promovido pela sociedade que poderá estar numa situação de conflito de interesses, sem que exista qualquer controlo de legalidade por parte de uma entidade externa. Neste contexto, o autor refere o especial reforço da tutela do tráfico que merecem as ações das sociedades anónimas, por lhes ser aplicável o regime dos títulos de crédito⁴⁵.

Notemos, no entanto, que a possibilidade de as quotas ficarem sujeitas ao mesmo regime que os valores mobiliários abrangidos por ofertas públicas significa que as quotas ficariam sujeitas a registo num único intermediário financeiro, nos termos do artigo 63.º do Código dos Valores Mobiliários, para além do registo da emissão junto do emitente, nos termos dos artigos 43.º e 44.º do Código dos Valores Mobiliários. As razões para a sujeição a este duplo registo prendem-se com a necessidades de segurança necessária para a função de coordenar a massa total dos valores mobiliários em circulação.

A inclusão das quotas neste regime, asseguraria, pelo exposto, celeridade e segurança suficiente no tráfico mercantil, esse binómio que encontra no regime dos valores mobiliários o almejo do seu maior equilíbrio. Por outro lado, a natureza personalística das sociedades por quotas não é compaginável com as transmissões ocorridas à margem da sociedade⁴⁶, podendo-se aferir que uma alteração completa do regime da cessão de quotas para o regime das ações revelar-se-ia de uma profundidade para a unidade sistemática da nossa ordem jurídica, que merecia uma análise periférica mais consistente de todos os tipos societários e do Direito das Sociedades Comerciais em geral.

No entanto, o que propomos neste contexto é apenas a inclusão das quotas no âmbito do regime que assegure a execução, na ordem jurídica nacional, do Regulamento (UE) 2020/1503, ou seja, apenas relativamente às ofertas de financiamento colaborativo, sendo que todo o regime de mercado secundário teria de voltar ao registo por depósito do regime geral da cessão de quotas. Assim e face a duas razões essenciais, o facto das pequenas e médias empresas serem maioritariamente sociedades por quotas e o regime do financiamento

⁴⁴ PEDRO MAIA, “Registo e Cessão de Quotas” in *Reformas do Código das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2007, p. 176.

⁴⁵ Cfr. PEDRO MAIA, “Registo e Cessão de Quotas” in *Reformas do Código das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 175 e 176.

⁴⁶ Cfr. MARGARIDA COSTA ANDRADE, “A Cessão de Quotas no Direito Comparado” in *Cessão de Quotas – Desformalização e Registo por Depósito*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 90.

colaborativo se cingir a ofertas de valor relativamente baixo (5 milhões de euros), afigura-se razoável a admissibilidade de uma redução típica do regime da cessão de quotas para este efeito⁴⁷.

A “*personalidade*”⁴⁸ associada às sociedades por quotas que pode levantar alguns problemas, nomeadamente, nos eventos da vida societária devido à dispersão do capital associado ao financiamento colaborativo e, sobretudo, à distância entre investidores no financiamento colaborativo, mas, neste caso, a virtualidade também proporciona grande parte das soluções, como o recurso às assembleias virtuais⁴⁹ e à utilização de *chats online*⁵⁰. O regime espanhol de financiamento colaborativo prevê algumas soluções interessantes neste âmbito⁵¹. Ademais, existem outros meios que podem colmatar a distância associada aos investidores de financiamento colaborativo como a utilização de instrumentos

⁴⁷ Na nossa opinião, a colocação das quotas em títulos não seria descaracterizadora da participação social em causa, desde que se encontre apenas no âmbito limitado do financiamento colaborativo.

⁴⁸ Defendendo o caráter personalístico das sociedades por quotas: PEDRO MAIA, “Tipos de sociedades comerciais”, in *Estudos de Direito das Sociedades*, 12.ª ed., 2015, p. 38; ANTÓNIO FERRER CORREIA, “A sociedade por quotas de responsabilidade limitada segundo o CSC”, in *Temas de Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 1989, p. 162; JORGE SIMÕES CORTEZ (com a colaboração de INÊS PINTO LEITE), “As formalidades da transmissão de quotas e ações no Direito Português: dos princípios à prática”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, coord. por FÁBIO ULHOA COELHO E MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, Almedina, Coimbra, 2012, p. 327, nota 35; por outro lado, defendendo que a sociedade por quotas é uma sociedade de capitais, embora com o pendor pessoalista, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, p. 228.

⁴⁹ Sobre o funcionamento de assembleias gerais por meios telemáticos *vd.* PAULO DE TARSO DOMINGUES, “Os meios telemáticos no funcionamento dos órgãos sociais. Uma primeira aproximação ao regime do capital social”, in *Reformas do Código das Sociedades*, IDET – Instituto de Direito das empresas e do Trabalho, Almedina Coimbra, 2007; e PAULO DE TARSO DOMINGUES, “A COVID-19 e a (re)descoberta do regime relativo ao uso dos meios telemáticos no funcionamento dos órgãos sociais”, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 80, Ordem dos Advogados Portugueses, Lisboa, 2020, pp. 275–304.

⁵⁰ Atualmente é comum a utilização de plataformas eletrónicas de *chat online* como ferramentas de trabalho, por exemplo, o Slack e o Microsoft Teams.

⁵¹ “Interessante é também a solução adotada na lei espanhola segundo a qual os estatutos dos emittentes deverão permitir aos sócios (subscritores de participações através das plataformas) participar nas assembleias gerais por meios telemáticos, ou fazer-se representar nessas assembleias através de qualquer pessoa, bem como prever que quaisquer acordos parassociais que incidam sobre o exercício do direito de voto nas assembleias gerais ou sobre a transmissibilidade das ações, participações sociais ou outros valores representativos do capital social sejam imediatamente comunicados à própria sociedade e aos restantes sócios”, VASCO COSTA, “A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou «Crowdfunding» - Em Especial, o Caso Português”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, 2018, p. 15, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernosN59.aspx?v=>.

de representação pelas plataformas, a celebração de acordos fiduciários ou a celebração de acordos parassociais⁵².

Pelo exposto, tendemos a considerar que o legislador nacional deveria aproveitar o ensejo do Regulamento (UE) 2020/1503 ao permitir a inclusão de outros instrumentos e, na conformação do Regulamento (UE) 2020/1503 na ordem jurídica nacional, incluir nestes instrumentos as quotas, devendo, adicionalmente prever que fica dispensado o consentimento da sociedade para a transmissão das quotas e prever que as quotas ficam sujeitas ao mesmo regime que os valores mobiliários escriturais no âmbito das ofertas de financiamento colaborativo, ou seja, registadas junto do emitente e junto de um intermediário financeiro⁵³.

Deveriam ser também derogadas, no nosso entendimento, as formalidades do registo das quotas na conservatória comercial, nos termos do Código do Registo Comercial e do Código das Sociedades Comerciais. Derrogar-se-ia, igualmente, as normas relativas às operações de aumento de capital com recurso a subscrição pública e a norma que obriga à aceitação por cada sócio novo das condições do contrato vigente e da deliberação do aumento de capital (artigo 268, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais) e a norma que estabelece que as quotas não podem ser representadas por títulos (artigo 219.º, n.º 7, do Código das Sociedades Comerciais). Estas formalidades revelam-se extremamente morosas para a celeridade exigida por mercados primários e secundários com liquidez.

Em suma, consideramos benéfica a sujeição das quotas à figura dos instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo, através de um regime específico nacional que se adegue à rápida circulabilidade das quotas apenas para efeitos de ofertas de financiamento colaborativo no âmbito do Regulamento (UE) 2020/1503, porque esta solução poderá potenciar a forte ligação entre o financiamento colaborativo e as sociedades por quotas.

⁵² Sobre estes meios, *vd.* ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Cessão de Quotas*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 125 e ss.

⁵³ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed. Almedina, Coimbra, 2018, pp. 106 a 108.