INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO

Crowdlending: Financiamento Colaborativo

Perfil dos *Early Fundraisers* em Portugal

Henrique Miguel Bastos Gonçalves da Silva Moura

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão para obtenção do Grau de Mestre em Estratégia de Investimento e Internacionalização.

Orientador: Professor Doutor Rui Moreira de Carvalho

Lisboa

2017

Resumo:

Este trabalho procura clarificar o processo de *Crowdfunding*, na vertente do *Crowdlending* e, especificamente analisar os resultados da actividade das plataformas nacionais de *Crowdlending*, *Clicinvest* e *Raize* e definir o perfil dos *Early Fundraisers* em Portugal.

Os constrangimentos no acesso ao crédito sentidos no período 2008-2012, nas tradicionais fontes de financiamento da atividade económica, obrigaram à procura de fontes alternativas de financiamento.

Concomitantemente, as instâncias políticas europeias têm manifestado forte empenho na adopção e difusão de programas de apoio ao surgimento de novos projetos, criação de *startups* e estímulo ao empreendorismo.

É neste quadro que se têm desenvolvido projetos inovadores como o *Crowdfunding* – financiamento colaborativo, por via da afetação de recursos financeiros de particulares.

Inicialmente muito vocacionado para apoio a atividades de cariz eminentemente social e ambiental, rapidamente entrou na esfera cultural, tendo-se, posteriormente, assumido como complemento e, eventualmente, uma alternativa ao apoio a projectos empresariais, afastados das tradicionais fontes de financiamento como o Crédito Bancário, *Venture Capital* e *Business Angels*. Na Europa dos 28 e especialmente no Reino Unido, a aplicação do conceito tem assumido uma influência muito relevante no desenvolvimento económico.

A primeira regulamentação da atividade em Portugal surgiu, recentemente - Lei nº102/2015, de 24 de Agosto, complementada pela Portaria nº344/2015 de 12 de Outubro. As particularidades do conceito relacionadas com o *Equity Crowdfunding* e *Crowdlending* foram objeto de regulamentação em momento ainda mais recente, por via da publicação do Regulamento da CMVM nº 1/2016.

O tema assume uma relevância pela necessidade de avaliação dos resultados do conceito a nível internacional, pela caracterização dos diferentes modelos, tipo de propostas apresentadas e o correspondente nível de aceitação pelo mercado, relação estabelecida com clientes e desenvolvimento de estratégias de *Customer Relationship Management*, análise de comportamento do consumidor, preceitos legais de suporte a nível de garantias dos investidores, proteção de direitos de autor, funcionamento de plataformas e suportes de transferências monetárias.

Palavras Chave: *Crowdfunding; Crowdlending*; Financiamento Colaborativo

Abstract:

This paper seeks to clarify the Crowdfunding process in the Crowdlending area and specifically to analyze the results of the activities of the national Crowdlending, Clicinvest and Raize platforms and to define the profile of Early Fundraisers in Portugal.

The constraints on access to credit felt in the period 2008-2012 in the traditional sources of financing of economic activity forced the search for alternative sources of financing.

At the same time, the European political authorities have expressed a strong commitment to the adoption and dissemination of programs to support the emergence of new projects, the creation of startups and the encouragement of entrepreneurship.

It is within this framework that innovative projects such as Crowdfunding have been developed - collaborative financing, through the allocation of private reserves.

Initially very dedicated to support activities of an eminently social and environmental nature, it quickly entered the cultural sphere and subsequently assumed as a complement and possibly an alternative to support for business projects, away from traditional sources of financing such as Banking Credit, Venture Capital and Business Angels. In Europe of the 28 and especially in the United Kingdom, the application of the concept has assumed a very important influence in the economic development.

The first regulation of the activity in Portugal came very recently (Law nº102 / 2015, of 24th August, complemented by Ordinance nº344 / 2015 of 12 of October). The particularities of the concept related to Equity Crowdfunding and Crowdlending were subject to regulation even more recently, through the publication of CMVM Regulation No. 1/2016.

The theme is of relevance for the evaluation of the results of the concept at the international level, for the characterization of the different models, the type of proposals presented and the corresponding level of acceptance by the market, established relation with customers and development of strategies of Customer Relationship Management), analysis of consumer behavior, legal precepts of support in terms of investor guarantees, copyright protection, operation of platforms and money transfers, among many other issues.

Keywords: Crowdfunding; Crowdlending; Collaborative funding

Agradecimentos

A todos os professores do mestrado de Estratégia de Investimento e Internacionalização, cuja influência se revelou determinante para a preparação e defesa de presente tese, seja pelos diversos conteúdos abordados seja pela partilha de propostas e ideias na busca de um tema que se afigurasse atual e pertinente.

Ao meu orientador de tese e Diretor do Mestrado, Professor Rui de Carvalho, pela confiança, apoio e disponibilidade, por aceitar e acreditar na escolha do tema, pelas valiosas propostas, pelo material disponibilizado e acima de tudo pela capacidade de estabelecer uma relação cordial, profissional e simultaneamente próxima e humana.

Às empresas responsáveis pelas plataformas pioneiras do processo de *Crowdlending* em Portugal, pela informação disponibilizada publicamente e em particular à *Clicinvest*, na pessoa do seu responsável Dr. Nuno Netto, pela disponibilidade manifestada e partilha de experiência.

A todos os meus colegas e amigos que compreenderam e apoiaram a minha ausência das tertúlias no decorrer do último ano.

A toda a minha família que sempre apoiou e compreendeu a minha indisponibilidade em todos os momentos de convívio familiar.

Um agradecimento especial a minha esposa e filha que em diversos momentos se viram privadas do meu apoio, boa disposição e atenção, suportando a minha ausência com a convicção de que me encontrava envolvido num projeto comum.

Por último, um agradecimento eterno aos meus pais, pelas ferramentas humanas que me proporcionaram, por me terem apoiado sempre em todas as ocasiões, por acreditarem em mim e por me terem permitido seguir o meu próprio rumo, em liberdade, responsabilidade, respeito e consciência.

Índice Geral

Resumo: 2

Abstract: 3

Agradecimentos 4

Índice Geral 5

Índice de Fórmulas 7

Índice de Gráficos 7

Índice de Quadros / Tabelas 8

Índice de Acrónimos 9

1. Introdução 10

1.1.Pergunta de partida 15

1.2.Estrutura da tese 17

2. Revisão da Literatura 18

2.1.Necessidade de financiamento 18

2.2. Crise Económica – Fontes Clássicas de Financiamento 18

2.3.Mudança de Paradigma – Surgimento do Crowdfunding 20

2.4.Origem do Crowdfunding 21

2.5.Conceito Crowdfunding 23

2.6.Elementos do Crowdfunding – Características, benefícios e riscos 24

2.6.1.Creator/Fundraisers/Promotores/Angariadores 25

2.6.2.Financiadores/Funders/Investidores 26

2.6.3.Plataformas 27

2.7.Modelos de Crowdfunding 29

2.8.Bases da Legislação Internacional de Crowdfunding 32

2.9.Bases da legislação nacional de Crowdfunding 33

3. Contextualização – Crowdlending 35

3.1.Legislação nacional - Crowdlending 37

3.2.Plataformas de Crowdlending em Portugal 38

3.2.1.Clicinvest 39

3.2.2.Raize 44

4. Estudo "*Early Fundraisers*" nas Plataformas Portuguesas" 48

4.1.Modelo de Investigação 48

4.2.Amostra e Universo do estudo 49
4.3.Análise dos Resultados 50
4.3.1.Fase da proposta 50
4.3.2.Volume de Financiamento 52
4.3.3.Valor médio da proposta 52
4.3.4.Distribuição Geográfica 53
4.3.5.Prazo do Empréstimo 55
4.3.6.Taxa de Juro 56
4.3.7.Notação de Risco 56
4.3.8.Número de investidores 57
4.3.9.Experiência Profissional 58
4.3.10.Motivo do Financiamento 60
4.3.11.Receita 61
4.3.12.Ativo 62
5. Conclusões 64
5.1.Resumo das conclusões 64
5.2.Limitações 68
5.3.Sugestões de investigação adicional 68
6. Bibliografia 69
6.1.Plataformas Consultadas 76

Índice de Fórmulas

1 - Fórmula de cálculo da prestação mensal do empréstimo - *Clicinvest* 42

2 - Fórmula de cálculo de prestação mensal - *Raize* ..... …46

3 - Fórmula de cálculo para empréstimo de € 10.000,00, a 24 meses, à taxa de 5% - Raize..... 47

4 - Fórmula de cálculo de juros brutos a receber - Raize 47

Índice de Gráficos

1- Gráfico - Formas de Provisão de capital e complexidade do processo - Hemer (2011)..... 31

2 - Gráfico relativo a Curva de CAP – Cumulative Accuracy Profile 44

3 - Gráfico relativo ao universo estudado 49

4 – Gráfico relativo a fase das propostas de financiamento - Clicinvest..... 50

5 - Gráfico relativo a fase das propostas de financiamento - Raize 51

6 - Gráfico relativo a valor médio do financiamento 52

7 – Gráfico relativo a propostas de financiamento 53

8 - Gráfico relativo a distribuição geográfica dos fundraisers 54

9 - Gráfico relativo a número de investidores por proposta 58

10 - Gráfico relativo a anos de actividade dos fundraisers..... 59

11 - Gráfico relativo a motivo do financiamento 61

12 - Gráfico Receita - Raize..... 62

13 - Gráfico relativo a valorização do Ativo - Raize 63

Índice de Quadros / Tabelas

1 – Quadro resumo comissão Clicinvest ……..……..39

2 – Tabela comparativa de fontes de financiamento ……...40

3 – Tabela Índice de risco – Clicinvest ……...…41

4 – Tabela comparativa – Modelos de notação de risco……..……41

5 – Tabela indicativa de taxa de juro – Score Ignios ……..……42

6 – Quadro resumo de pagamento de empréstimo – Clicinvest…..……..……43

7 – Quadro resumo de banda de risco – Raize ……46

8 – Quadro comparativo entre banda de risco e prazo de empréstimo – Raize ….……46

9 – Quadro - Universo do estudo ……...……49

10 – Quadro resumo sobre fase das propostas – Clicinvest …..……..….50

11 – Quadro resumo sobre fase das propostas –Raize ……...….51

12 – Quadro relativo a volume de financiamento ……...…52

13 – Quadro relativo a distribuição geográfica (valores absolutos) ……... 53

14 – Quadro relativo a distribuição geográfica (valores relativos) ……..…55

15 – Quadro relativo a prazo de empréstimo ……..….55

16 – Quadro relativo a taxa de juro ……..…56

17 – Quadro relativo a notação de risco – Clicinvest ……..…….57

18 – Quadro relativo a notação de risco – Raize ……..…57

19 – Quadro relativo a número de ofertas – Raize ……..…….58

20 – Quadro relativo a anos de actividade – Total Ponderado ……59

21 – Quadro relativo a anos de actividade – Clicinvest/Raize ..……60

22 – Quadro relativo a motivo de empréstimo ..……..….60

23 – Quadro relativo a receita – Raize ...……62

24 – Quadro relativo a activo – Raize .……63

Índice de Acrónimos

CAP – *Cumulative Accuracy Profile*

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CRM – *Customer Relationship Management (Gestão de Relação com o Cliente)*

EBIT – *Earns Before Interest and Taxes* (Lucros antes de juros e impostos)

FGD – Fundo de Garantia de Depósitos

FNABA – Federação Nacional de Associações de Business Angels

IFIFC – Informação Fundamental do Investimento no Financiamento Colaborativo

PME – Pequenas e Média Empresa

TANB – Taxa Anual Nominal Bruta

WEB – resultante da redução de World Wide Web (no contexto das comunicações electrónicas)

1. Introdução

A indústria *FinTech* refere-se a um conjunto de processos tecnológicos inovadores que facilitam o acesso aos serviços financeiros e prestação dos mesmos. A par de serviços como pagamentos e transferência de divisas, plataformas de consultadoria, *robot-advising*, surgiu um novo modelo de concessão de crédito, o *Peer-to-Peer Lending* (Geraldes, Silva e Cardoso, 2017), também designado *Crowdlending* ou, Financiamento Colaborativo por Empréstimo, conforme conceito acolhido na legislação nacional. Este fenómeno inovador do mercado financeiro, integrado no grande *tsunami* que é o *FinTech*, conheceu um rápido crescimento e é apontado como um dos sectores de maior potencial de crescimento futuro (Geraldes, *et al*. (2017).

É inevitável questionar se chegou finalmente o momento *Uber* do setor financeiro. Será a nova tecnologia financeira, uma ameaça à indústria consolidada ou poderá constituir uma nova oportunidade? (Oliveira, 2017).

No presente trabalho, concentramos a nossa atenção no fenómeno do *Crowdlending*, os motivos do seu surgimento e rápida expansão, a expressão alcançada em Portugal e, particularmente, na definição do perfil dos primeiros agentes beneficiários de financiamento. Estabelecemos assim dois objetivos base, nomeadamente: (i) identificar modelos de financiamento adequados à denominada "era digital; e (ii) avaliar o desempenho das plataformas portuguesas ligadas ao *Crowdlending*.

Toda a tecnologia disruptiva é inovadora, mas, nem toda a tecnologia inovadora é disruptiva. Esta consideração releva características como a capacidade de mudança, o potencial substitutivo e o impacto estrutural (Oliveira, 2017).

A análise dos potenciais efeitos da inovação e adoção de novas tecnologias, face às estruturas consolidadas, obriga-nos a questionar as bases sobre as quais deverão assentar, a fim de se tornarem realmente disruptivas. Este passo envolve a constatação de que se continua a trabalhar sobre algumas das variáveis que classicamente têm sido objeto de reflexão profunda, as variáveis "Tempo" e "Espaço".

A busca pela interpretação do "Tempo" sempre representou um forte desafio para a humanidade revelando-se difícil avançar com uma definição sem referência ao próprio "Tempo". Quando Albert Einstein afirma que o tempo é apenas uma ilusão, dificilmente

encerra a questão, permanecendo assim a mesma no cerne da filosofia e da ciência, na vivência humana como ser individual e social. Desde sempre toda a sociedade se encontrou envolvida no "Tempo" e provavelmente permanecerá a busca incessante do seu significado por muito mais tempo. Quando Aristóteles reflete sobre o "Espaço", teoriza sobre a inexistência de um vazio considerando desde logo um importante aspeto de estruturação do espaço geográfico, a localização, caracterizando-a como a posição de um corpo face à situação de outros elementos. Na presente proposta de trabalho não pretendemos escalpelizar teorias conceptuais de "Tempo" e "Espaço", mas não poderemos deixar de as considerar pois estamos certos de que nos envolvem, influenciam a vida particular, são decisivas na conjetura da vida pública, social, política e económica. Outra consideração fundamental que acolhemos, é a de que a utilização, a medida, a velocidade, a antes, o agora e o depois, representam vetores substancialmente diferentes de "Tempo" e "Espaço" nos dias de hoje. O Homem desenvolveu técnicas e tecnologias que lhe permitem medir o tempo mas estará ainda longe de o deter e controlar. Pragmaticamente verifica-se que temos o relógio mas, não temos o "Tempo". Quando avaliamos o "Espaço" encontramos uma realidade similar, conseguimos identificá-lo mas, toda a utilização que temos vindo a fazer do mesmo, com criação de infraestruturas de aproximação como estradas e pontes é completamente minada pelo advento de novas perspetivas de contacto via web que esmaga o conceito em si próprio, transformando a visão de referencia do aqui e do ali.

O tecido empresarial, como conjunto de estruturas económicas interligadas entre si, que procuram a satisfação de necessidades dos consumidores, tendo em vista o lucro, atendem necessariamente à disponibilização de um bem ou serviço em determinado local (espaço).

Neste processo verificamos que a maioria das vezes a matéria-prima é originária de outro local e a processo produtivo de transformação ocorre ainda em espaço distinto.

Estando perfeitamente conscientes de que hoje ninguém valoriza uma ponta de flecha em pedra lascada, que deliciou os caçadores das primeiras civilizações de características recolectoras, torna-se necessário atender à disponibilização de determinado produto no tempo em que a necessidade se afirma, sendo que todo o processo, idealmente, deverá começar antes de sentida a própria necessidade.

A inovação deverá ser uma preocupação constante, considerando que as necessidades sentidas são em muito maior número e emergem a uma velocidade muito superior, ultrapassando-se a si próprias muito rapidamente.

É neste quadro que se insere o tema da presente tese. Iremos abordar um conceito, *Crowdlending*, destinado a otimizar o financiamento.

Se nos colocarmos numa perspetiva de análise mais restritiva da história recente, que poderíamos apelidar de micro-tempo e micro-espaço, com início na Revolução Industrial apercebemo-nos de que em espaços de cada vez mais curtos passámos por outros dois momentos verdadeiramente revolucionários e estaremos provavelmente a vivenciar os primeiros passos de uma quarta revolução industrial com uma nova abordagem em que máquinas estarão aptas para controlarem outras máquinas, a internet das coisas, a indústria 4.0. Este pequeno quintal de tempo e espaço é suficiente para confirmar o nível de aceleração alcançada pelo tempo e o encurtamento de distância provocada no espaço. As diversas atividades ressentem-se desta alteração de pressupostos, reorganizando-se a estrutura industrial desde a pesquisa até à conclusão da transação, com novas preocupações ambientais. O próprio subsistema de pagamento começa a ser reconfigurado com a introdução de moedas digitais, nomeadamente os *Bitcoins*, prevendo-se alteração profunda na consideração da unidade de troca. Em África, a maioria da população não teve os denominados telefones fixos, pois passaram diretamente para os telefones móveis (telemóveis). Do mesmo modo, numa primeira fase, tenderão a não ter contas bancárias no sistema bancário clássico (agências), começando a usar a moeda digital (Carmody, 2013) transacionado através das redes de telefone móvel. E, provavelmente, o acesso a crédito será feito por processo distinto do anteriormente utilizado.

As estruturas que tradicionalmente proporcionaram o financiamento da economia, foram profundamente abaladas no final da primeira década deste século. Com a crise de 2008, o sistema bancário sofreu fortes restrições no sentido de prosseguir o seu papel de facilitador de acesso a crédito.

A homogeneidade do tecido económico pós década de 30 do século passado tornou-se interdependente em função dos processos de globalização e imposição de plataformas comuns que favorecessem a negociação, expansão da atividade produtiva e a comercialização a nível mundial. Após a 2ª Grande Guerra, esta interdependência foi ainda

mais incentivada no sentido de promover condições de co-habitabilidade social e económica e manutenção da paz. Alguns países, entre os quais Portugal, desenvolveram o sector industrial de modo similar ao adotado na agricultura, com pequenas parcelas, com reduzida capacidade produtiva.

O perfil do tecido empresarial nacional evidencia uma preponderância de pequenas e médias empresas (mais de 90%), que indicia uma grande fragilidade no acesso aos mercados, a processos de internacionalização, à obtenção de economias de escala significativas e, ao acesso a crédito, capital financeiro que permita desenvolver planos de investimento e expansão capazes de reorientar a estratégia de crescimento e "fugir" à estabilidade económica, que conduz a um atraso irremediável face à evolução e desenvolvimento da concorrência.

As crises do petróleo em 1973 e 1979 e do colapso do sistema de *Bretton-Woods*, permitiu um considerável aumento da oferta de crédito bancário fruto dos denominados petro-dólares (Carvalho, 2011) viabilizando a subida do nível de vida das famílias e das empresas suportado no crescimento da dívida.

As raízes da crise de 2008 encontram-se no final do século XX, num momento em que o sistema financeiro empreendeu um movimento "desmesurado" de concessão de empréstimos, intimamente relacionados com o sector imobiliário, sem se assegurar da capacidade de reembolso dos mesmos. Este movimento teve a conivência da sociedade, e dos governantes (Carvalho, 2015). O processo era suportado na denominada *secutirazão*. Para financiar as constantes necessidades de capital, o sistema financeiro era obrigado a "criar produtos", anunciados como seguros e de qualidade, devido à reputação e notoriedade que agências de classificação de risco de renome como a *Standard & Poor´s, Fitch e Moody´s* (Wolf, 2009). No dia 15 de Setembro de 2008, o banco de investimento *Lehman Brothers* anunciou a falência, arrastando consigo muitos outros bancos, generalizando a crise no sector financeiro. A reação mais ou menos coordenada de diversas economias, permitiu que os efeitos da crise não se agravassem ao nível do sucedido em 1929. Na sequência da crise, assistiu-se numa fase imediata, à diminuição de concessão de crédito, sendo que o tecido empresarial que estava particularmente alavancado em dívida bancária viu-se afetado na sua capacidade de cumprimento de refinanciamento das suas obrigações.

Barros (2014) recorda que as decisões de financiamento e de investimento deverão ser efetuadas em duas etapas distintas, nomeadamente: Definir as necessidades financeiras que permitam realizar as operações em vista e, selecionar os processos de financiamento para responder às necessidades referidas.

A quarta revolução industrial está a ser construída sobre a terceira, uma revolução digital que está a ocorrer desde finais do século passado (Antronopoulos, 2015).

Na nossa análise concentramo-nos especificamente na seleção de determinada fonte de financiamento em detrimento de outras. Face às necessidades prementes das empresas de bens transacionáveis, surgiram naturalmente novas soluções entre as quais o *Crowdfunding*, mais especificamente o *Crowdlending*, financiamento colaborativo de base empréstimo.

Esta solução baseia-se em duas características facilmente identificáveis na atualidade.

O primeiro facto é a constatação de que as pessoas tendem a apresentar um nível superior de aptidões e competências, melhor acesso a informação e literacia financeira mais evoluída. A sua ação conjunta, como integrando um conjunto designado "massa", para participar em ações de caracter solidário, não ficou indiferente às empresas, que começaram a desenvolver meios de convocar a referida multidão para participar em processos criativos e de validação de propostas.

O *Crowdsourcing* estará na origem do conceito de *Crowdfunding*. O conceito configura a articulação perfeita da satisfação das necessidades das empresas com a satisfação dos anseios de participação dos consumidores, sendo que permite a utilização de recursos humanos com visão de mercado, a custos extremamente baixos, com uma garantia de obtenção de informação de qualidade. Da disponibilidade para dispor de tempo, participando e partilhando informação até à disponibilidade para dispor de algum valor monetário em troca de determinada rentabilidade, verificou-se ser apenas um pequeno passo.

O segundo facto relaciona-se com a rápida difusão e incorporação das novas tecnologias. O espaço ocupado pelas ferramentas informáticas e meios de acesso a internet atingiu uma dimensão especialmente relevante na generalidade dos países. A ligação de computadores entre si, embora já utilizada anteriormente pelas forças armadas norte americanas no período da Guerra Fria, o fenómeno da Internet só atingiu a população em geral apenas na última década do século XX. O desenvolvimento da *World Wide Web (www)* por Tim Bernes-Lee

possibilitou o aparecimento de vários navegadores e desencadeou uma alteração profunda de toda a sociedade. As redes sociais, fenómeno ainda mais recente, surgiu apenas 15 anos depois provocando uma sedimentação da nova estrutura social, cimentando em definitivo a nova visão de espaço e tempo, por via da proximidade que encerra na sua base conceptual.

As questões de Tempo e Espaço afirmam-se como temas de destaque pois os conceitos ganharam nova expressão com as novas autoestradas da informação que permitem a conexão de mais de um bilião e meio de pessoas.

1.1.Pergunta de partida

De acordo com Quivy e Campenhoudt (2011), o trabalho de investigação é, por definição, algo "que se procura", caminhando para um conhecimento cada vez mais elevado. Por esta razão, deve-se estabelecer um fio condutor tão claro e coerente quanto possível.

Yin (1994) refere que "a definição das questões a investigar é o passo mais importante num estudo de investigação". Parlett e Hamilton (1976), por outro lado, defendem a "focalização progressiva" como base fundamental para o processo evolutivo da clarificação do problema (Carvalho, 2008).

Neste sentido, foram sugeridas as seguintes perguntas de partida:

Q1 Determinar a origem do *Crowdlending*

Nesta questão vamos tentar identificar algumas das ferramentas de financiamento adequadas à era digital? Oliveira (2013) observa que as "redes de valor" são mais apropriadas ao atual modelo de interligações que caracteriza as empresas, nomeadamente: (i) estarem alinhadas com o cliente oferecendo a segmentos distintos, soluções personalizadas (customizadas); (ii) Cooperando e sistematizando através da Internet facilitando relacionamentos e possibilitando "uma" gestão colaborativa"; (iii) Promoverem rapidez no fluxo de produtos e serviços, o que facilita o processo de entregas nos prazos e a diminuição dos níveis de *stocks*; (iv) A maximização da Economia Digital através da utilização de plataformas para *e-business* com um fluxo de informações eficiente; e um aumento (V) da agilidade e flexibilidade na capacidade de se ajustar às mudanças de necessidades e ao lançamento de novos serviços.

Neste contexto de mudanças disruptivas profundas, e de imensurável amplitude, o sector financeiro emerge como particularmente atingido (Torres, 2016).

Q2 Compreender a atividade das plataformas portuguesas?

O surgimento das plataformas digitais intensificou os impactos sociais e económicos da economia digital (McKinsey, 2016, 1-2): (i) alterou a forma de fazer; (ii) criou mercados e comunidades de escala global; (iii) permitiu o crescimento de pequenas empresas; (iv) e permitiu a participação direta dos agentes económicos (particulares) no mundo globalizado (Correia, 2017).

Q3 Qual o perfil dos *Early Fundraisers* em Portugal?

Como ajustar os recursos da empresa ao novo paradigma? Para Carvalho (2011), a inovação, enquanto elemento dinamizador da atividade económica, tem de ser entendida e aceite, como um processo sistémico, sequencial e dinâmico. Neste intervêm, correlativamente, as organizações, as necessidades – mercado – e as políticas institucionais, públicas e privadas, de uma forma organizada e motivada, denominada de Sistema Nacional de Inovação (SNI). Este sistema comporta como intervenientes o sistema produtivo, o sistema científico e tecnológico, o sistema bancário (financiador) e o sistema administrativo (regulador). Estes últimos relacionam-se através de "informações" num ambiente em que o elo comum é a "cultura" (Torres, 2016).

Na oportunidade, referimos as limitações do próprio estudo e destacamos algumas propostas que nos parecem ser interessantes para análises futuras, em que o mercado se encontre mais maduro e as empresas estudadas tenham adquirido uma maior experiência.

Num momento em que tanto a Autoridade Bancária Europeia como o Mecanismo Único de Supervisão, dos quais o Banco de Portugal é membro ativo, têm em curso iniciativas regulatórias e de supervisão para responder aos desafios decorrentes das *fintech*, seguindo um princípio de " a mesma atividade, o mesmo risco, as mesmas regras", afirmou Ferreira (2017) no âmbito do Fórum da Banca (Cavaleiro, 2017), é urgente compreender a mecânica, o funcionamento e a operacionalidade das alternativas emergentes, nomeadamente a proposta de *Crowdlending*.

1.2.Estrutura da tese

Neste trabalho procuramos caracterizar o perfil das entidades que apresentam propostas de financiamento por via do *Crowdlending*, nomeadamente através das plataformas pioneiras em Portugal. Sendo um tema capaz de promover pistas de atuação para necessidades diagnosticadas no mercado, propomo-nos identificar e caracterizar o conceito, avaliando a sua complementaridade ou eventual alternativa às tradicionais fontes de financiamento.

No segundo capítulo apresentamos o resultado de um trabalho de pesquisa literária, no sentido de justificar a origem do *Crowdfunding* e caracterizar o fenómeno, com base na revisão de diversos autores.

No capítulo de Contextualização analisamos o caso do *Crowdlending*, a sua representação em Portugal, a legislação específica da responsabilidade da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e de seguida descrevemos o processo da (i) *Clicinvest*, na oportunidade em que faz um ano de atividade, bem como da (ii) *Raize*, plataforma pioneira de Financiamento Colaborativo de base Empréstimo em Portugal.

No capítulo seguinte descrevemos de modo resumido, o exercício a que nos propomos, o processo de recolha de dados, o modelo de investigação e as ferramentas de software utilizadas, enunciando o objetivo proposto.

O desenvolvimento do estudo é o motivo do capítulo seguinte. Procuramos nesta fase descrever o universo da população e a amostra selecionada. Assentamos a análise nos dados disponibilizados publicamente pelas plataformas e especialmente nos que se referem às entidades autoras das propostas de financiamento. Concluímos com um teste de correlação para averiguar as razões da promoção das propostas.

No último capítulo apresentamos as principais conclusões do estudo, cruzando-as com a análise dos pressupostos da pergunta de partida.

2. Revisão da Literatura

2.1.Necessidade de financiamento

Inovar sempre foi importante. Na atualidade, inovar ajustado ao denominado "mundo digital" tornou-se decisivo, especialmente, a partir da introdução de processos que assentam na utilização da internet, conduzindo a um conceito comunicacional distinto do tradicional.

Acresce que em termos de análise micro económica verificamos que uma das mais eficazes fórmulas de aumento da capacidade competitiva, deriva do aumento de produção, proporcionando uma diminuição do custo unitário.

A evidência da aplicabilidade de estratégias de crescimento com base em parcerias entre processos e *players* distintos com objetivos claramente definidos e que proporcionem benefícios mútuos é o foco de muitos empresários e governantes.

O tema em análise assenta numa base de cooperação análoga ao processo de cooperação típico relativamente a estabelecimento de parcerias internacionais, implicando o claro apuramento do valor para cada um dos intervenientes, da identificação do modo de criação de valor por e para cada uma das partes e criação de garantia de preservação dos pressupostos de criação de valor (Carvalho, 2014)

O nível de intervenção do Estado como principal agente económico, como mero regulador da atividade económica ou praticamente ausente do tecido empresarial, é o principal motor das estratégias políticas defendidas pelos diferentes países. Esta busca do nível ótimo de intervenção tem sido desde inícios do século XX a questão base de divisão das orientações políticas. O sistema capitalista é tendencialmente abalado pela alternância de tentativas para fazer parar o progresso económico, com o intuito de proteger investimentos antigos, ou por terríveis colapsos quando essas tentativas falham (Lange, 1959). Conforme refere Rifkin (2016), a lógica do funcionamento do sistema capitalista foi concebido para falhar se tivesse sucesso. Assistimos assim a uma mudança de paradigma sendo que a sociedade atual apresenta-se como um modelo híbrido de coexistência do sistema capitalista e busca de novos modelos e estruturas, essencialmente assentes na partilha.

2.2. Crise Económica – Fontes Clássicas de Financiamento

A satisfação das necessidades de financiamento das empresas, nomeadamente, após a crise de 2008, sofreu uma reorientação profunda.

Segundo Cumming & Johan (2014), o empréstimo bancário é o meio de financiamento tradicionalmente mais utilizado por empreendedores e *start-up's*. A garantia exigida é no entanto de cada vez mais "pesada" sendo que a análise de risco, histórico e capacidade de cumprimento tornam a taxa muito pouco atrativa.

Mais recentemente assumiu grande relevância o financiamento por *Business Angels*, descrito como o primeiro recurso externo independente (Mckaskill, 2009), após serem atingidos os limites e se tornarem inviáveis os recursos próprios, familiares e de amigos (Cumming & Johan, 2014).

Os *Business Angels* poderão ser descritos como investidores que utilizam o seu capital para investir em projectos empresariais de alto risco, com elevado retorno e sem recurso a intermediários (Voorbraak, 2011). De acordo com Metric e Yasuda (2010), os *Business Angels* apresentam um custo de capital mais baixo, adaptam-se a iniciativas em *early stage* e *start-up's* de montantes de pequena dimensão, entre $25.000 e $100.000.

Existe uma outra fonte clássica de concessão de financiamento adaptada a projectos que envolvem necessidades superiores de capital, designada *Venture Capital*. Neste modelo, de acordo com Voorbraak (2011), os promotores têm muita dificuldade em obter financiamento inferior a € 150.000. Outros autores apresentam referências de valor inferior, mas reforçam o modelo como opção ideal para montantes de financiamento significativos. Pagliery (2012), refere como adequado o mínimo de € 100.000. Compreende-se assim que o financiamento por via de *Venture Capital* implica uma escala de crescimento muito acelerada, excluindo logo uma grande percentagem das iniciativas empresariais. Segundo Metrick e Yasuda (2010), existem quatro características base do *Venture Capital* que no seu conjunto o diferencia dos restantes modelos clássicos: (i) operam como intermediários e (ii) constituem um portfólio que apenas inclui privados; (iii) concentram-se acima de tudo no crescimento das empresas do seu portfólio apoiando e monitorizando a saúde dos projetos; (iv) têm como objetivo primordial o retorno pela venda da sua posição nos investimentos efetuados.

Os investidores tradicionais concentram-se assim em diferentes aspetos do plano de negócios que lhes é apresentado. Enquanto os bancos tendem a focar a sua análise, com particular detalhe, no aspeto financeiro, os *Business Angels* e *Venture Capital* atentam em questões de viabilidade comercial, potencial de crescimento, estrutura do mercado potencial, etc. (Mason and Stark, 2004).

Uma análise mais profunda das diversas opções de financiamento é abordada por Bernardo (2015), na tese subordinada ao tema Instrumentos de Financiamento. Neste trabalho são descritos diferentes instrumentos de financiamento, como crédito comercial, crédito bancário (linhas de crédito, desconto bancário, *factoring*, *leasing*, *lease-back*), financiamento *Mezzanine*, etc.

2.3.Mudança de Paradigma – Surgimento do Crowdfunding

A mudança de paradigma, é vista como um sistema de crenças e pressupostos que funcionam em conjunto para estabelecer uma visão do mundo integrada e singular de forma tão convincente e entusiasmante que é equivalente à própria realidade (Kuhn, 1970). É neste panorama que surge um novo modelo de financiamento designado *Crowdfunding*, capaz de suprir muitas das necessidades emergentes, com recurso à utilização das novas tecnologias, cuja utilização se massificou. A disponibilização de uma forma simples e facilitada de obtenção de financiamento, tem alterado o perfil tradicional do sistema institucional, alterando o fluxo de movimentação de capitais (Belleflamme, 2013).

A literatura financeira refere *Crowdfunding* como uma inovação financeira ou seja, um novo produto ou produto melhorado (ou processo) que permite baixar o custo de produção face aos existentes (Heffernan, 2013).

O fundamento do conceito assenta no pressuposto de criação de um sistema de atração de um conjunto ilimitado de pessoas, dispersas geograficamente, a fim de captar pequenas quantias e proporcionar as bases de financiamento de um projeto ou empreendimento. O *Crowdfunding* ocorre, quando um grande grupo de pessoas (multidão) acede a apoiar financeiramente determinando projeto, com um montante relativamente pequeno, em troca de um recompensa tangível ou intangível (Moutinho e Leite, 2013).

Embora seja ainda um fenómeno de nicho, o *Crowdfunding* tem obtido um crescimento exponencial sendo lícito questionar o seu papel e o seu previsível grau de influência na economia a breve prazo. Trata-se de um meio de financiamento relativamente pequeno mas com um crescimento muito significativo (Mollick 2014).

Em menos de uma década, o *Crowdfunding* tornou-se uma presença significativa nas economias desenvolvidas como Austrália, Reino Unido, Holanda, Itália e Estados Unidos da América. Eventualmente, poderá também afirmar-se como um instrumento muito valioso,

nas economias menos desenvolvidas, sendo que o mesmo se maximiza pela utilização das redes sociais e a natureza viral da comunicação via internet.

2.4.Origem do Crowdfunding

Ao longo da história são facilmente identificáveis factos que se apresentam como fundamentos do *Crowdfunding* pelo que diversos autores justificam as suas raízes em diferentes momentos, sendo, no entanto, consensual que o fenómeno emergiu nos finais da primeira década do século XXI, com o aparecimento de um grande número de plataformas entre 2007 e 2012. Durante este período no entanto, a Europa demonstrou um crescimento mais lento e retardado sendo que 80% dos fundos foram angariados nos Estados Unidos da América.

Segundo alguns autores, desde finais do século XIX se verificaram movimentações com as características de financiamento de projetos, promovido "pela multidão", sendo que um grande exemplo de financiamento de um projeto por um grande número de pessoas, afastadas geograficamente, quando é erigida em 1874, a Estátua da Liberdade.

Este modelo de financiamento com pequenas doações, permitiu angariar em apenas 5 meses um valor próximo dos $100.000, numa ação conjunta em França e EUA, num processo de divulgação ímpar, utilizado por Bartholdi e por Pulitzer, com recurso à ferramenta de comunicação de massas mais evoluída no momento, a imprensa escrita.

O preceito base de existência de incentivo financeiro concedido por terceiros, para financiar concertos e publicações, era já prática de vida de Mozart e Beethoven (Hemer, 2011).

Há também quem defenda, que a origem do conceito reside no microcrédito (Morduck, 1999) de Muhammad Yunus, criticado, atualmente, pelo facto dos investimentos se tornarem muito dependentes de ajuda idêntica na fase de crescimento, sendo que as estatísticas evidenciam que ao fim de 3 anos só 1% dos projetos permanecem ativos.

Um fenómeno bem mais recente é aceite pela generalidade dos autores como pilar de crescimento do *Crowdfunding*. Trata-se de uma prática de "cooperação em massa", mais abrangente, e terá sido batizado por Jeff Howe & Mark Robinson (2006) como *Crowdsourcing,* na obra "*The Rise of Crowdsourcing*".

Afirma o autor que se trata da capacidade de utilizar o público como forma de maximizar a obtenção de ideias, *feedback* e soluções para problemas que se colocam às empresas. Baseia-se nos princípios do *Outsourcing* (Storey, 2009).

Na sua fase embrionária, já tinha sido evidenciado como uma forma mais rápida e barata do que a tradicional pesquisa de mercado (Boutin, 2006).

A motivação para participar neste modelo reside no desejo de adquirir novas competências, vontade de aprender e paixão por intervir na resolução de problemas (Lakhani, 2007).

Fazer parte de algo é o que na realidade motiva as pessoas nestes casos (Gerber, 2012). O envolvimento do consumidor torna-se mais efetivo (Kornish, 2012) e afetivo.

Do ponto de vista das empresas procura-se com este processo exatamente atrair vários *inputs* da multidão para gerar ideias, obter *feedback* e descobrir novas soluções para problemas (Lehner, 2013).

O conceito de *Crowdsourcing*, viria a ser desenvolvido por Kleeman e Gunther (2008), descrevendo o fenómeno das empresas que recorrem à internet para cumprimento de tarefas específicas por um grupo alargado de pessoas (multidão). Um exemplo bem actual da prática deste conceito é a plataforma própria implementada pela *Starbucks*, da qual resultaram propostas de novos produtos já implementados.

Mais recente ainda, foi a plataforma criada por ocasião da campanha de Barak Obama para a presidência dos Estados Unidos da América.

Em 2011 já existiam 344 plataformas no mundo de acordo com *Crowdsourcing.org*. Sendo que se entrega determinada função da empresa ao exterior, anteriormente desempenhada em exclusivo por recursos humanos da própria empresa, o processo configura uma fonte de inovação importante uma vez que alarga a fonte de geração de novas ideias (Chesbrough, 2003). Não deixa de ser um processo controverso na esfera empresarial, pelos efeitos que poderá ter na redução do número de efetivos das empresas, por esvaziamento de funções, bem como, pelo facto de constituir uma exploração de recursos humanos não afetos, não remunerados devidamente pela sua colaboração (Brabhan, 2011).

2.5.Conceito Crowdfunding

É consensual hoje em dia que o *Crowdfunding* se baseia numa plataforma informática que estabelece a ligação entre angariadores e, tipicamente, por um grande número de financiadores. Consiste na captação de capital de diversos indivíduos, através de uma plataforma *online* (Agrawal, 2011).

Os princípios adaptam-se a uma diversidade de atividades. Terá "nascido" fundamentalmente para projetos artísticos (música, filmes e jogos) com um domínio assinalável da plataforma *Sellaband (2006)*. O primeiro caso de sucesso nesta área, remete para o ano de 1997, quando Mark Kelly, teclista dos *Marillion*, promoveu uma campanha a fim de financiar uma tournée, a *American Tour*. Na ocasião, foram angariados cerca de 60 mil dólares, que permitiram o cumprimento do desejo de milhares de fans americanos.

O *Crowdfunding*, hoje um instrumento financeiro estabelecido na indústria criativa, funciona excecionalmente bem na fase inicial ou antes do arranque de projetos que necessitam de pequenas quantias de apoio financeiro, apresentou até 2006, características algo anárquicas (Hemer, 2011).

A expansão exponencial do *Crowdfunding*, verificou-se após serem sentidos os efeitos da crise de 2008 e, o decréscimo acentuado da concessão de crédito pelas vias tradicionais.

O *Crowdfunding* é incentivado pelos princípios da dádiva, que alimenta o conceito na troca de bens materiais, sobre a qual assumem importância a utilidade dos bens e o seu valor monetário e em trocas simbólicas onde prevalece a vontade de construir laços e estreitar relações (Alves e Bursztyn, 2009). Todos nós damos continuamente, nem que seja apenas o nosso tempo ou atenção (Mourão, 2013). As motivações da dádiva são abordadas profundamente por De Ven (2000) e Clotfelter (2002). Inscrevem-se num espaço que vai do puro altruísmo, estratégia e sobrevivência, até a um conjunto de valores pré-estabelecidos, imposição de um retorno material e profundo egoísmo.

Na busca de uma definição clara, concisa e precisa do conceito, surgem propostas de diversos autores que se complementam e acentuam os preceitos básicos.

Crowdfunding, refere-se a contribuições financeiras de investidores *online*, patrocinadores ou doadores, que financiam iniciativas ou entidades com fins lucrativos ou não lucrativos (Oliveira, 2011).

No ano anterior, Schwienbacher e Larralde (2010), destacavam que se referia a um processo, desenvolvido essencialmente pela internet, para angariar financiamento na forma de donativo ou em troca de uma recompensa e/ou direitos de capital.

Esta definição foi criticada pelo facto de não contemplar a questão do empréstimo, modelo que se tem revelado muito importante (Mollik, 2014). Nesta abordagem é destacada a ausência de intermediários financeiros, padrão no modelo de *Crowdfunding*.

A associação do meio de interação utilizado, era já parte da definição proposta por Kappel (2008), quando se referiu a um ato informal, usualmente via internet, por forma a gerar e distribuir fundos por um grupo de pessoas, normalmente com um objetivo social, pessoal, de entretenimento ou outro.

Dois anos depois, Lambert e Schwienbacher (2010) acentuavam a ideia de que o *Crowdfunding* consistia num "*Open Call*", essencialmente pela internet, para providenciar recursos financeiros seja em forma de donativos (sem recompensa) ou, em troca de alguma forma de recompensa e/ou direitos de voto, como modo de suportar iniciativas para propósitos específicos.

Mais recentemente, surgiram definições mais abrangentes, simplistas e sintéticas que na realidade se tornam menos controversas, apesar de menos precisas. É o caso da proposta de definição de *Crowdfunding*, como um meio de financiar um projeto, angariando muitos pequenos montantes, de um número alargado de pessoas, por via da internet (Oxford University, 2014). Processo de pedir ao público em geral, investimento e doações através da internet (Steinberg e De Maria, 2012).

A evolução do *Crowdfunding*, está intimamente ligada ao desenvolvimento das novas tecnologias de comunicação via internet, visto que explora as capacidades das redes sociais e de outras ferramentas *web*, especialmente o efeito viral nas redes sociais, que permite a mobilização de um grande número de utilizadores de determinadas comunidades, num período relativamente curto (Hemer, 2011).

2.6.Elementos do Crowdfunding – Características, benefícios e riscos

Sendo que foi nos Estados Unidos da América que surgiu o primeiro surto significativo de *Crowdfunding*, o qual, em menos de 5 anos, captou cerca de mil milhões de dólares (Koren, 2011), justifica-se iniciar a pesquisa literária por obras com a mesma origem. Em "*Some*

Simple Economics of Crowdfunding" da Universidade de Chicago encontramos os três principais actores do fenómeno: *Creators, Funders* e *Platforms.*

Visão similar, é apresentada pelas designações: Promotores, Apoiantes e Plataformas, proposta por Oliveira (2011).

2.6.1.Creator/Fundraisers/Promotores/Angariadores

A expressão "*Creator* ", caracteriza o agente que propõe determinado projeto e convida a multidão a financiar, procurando assim garantir um custo de capital mais reduzido e abreviando as dificuldades eventualmente sentidas com a utilização das próprias reservas, com crédito pessoal, recursos de família e amigos, *Business Angels* e *Venture Capital*. Vê-se obrigado a prestar mais informação, em troca no mínimo de benefícios de *marketing research* e promoção de vendas antecipadas. Esta ótica reforça a ideia de que o *Crowdfunding* é uma ferramenta útil para financiamento, mas também, como instrumento de pesquisa de mercado e marketing, transformando os financiadores em autênticos embaixadores do projeto ou negócio (De Buysere, 2011). A redução do fator segredo, justificado pela máxima clássica de que "o segredo é a alma do negócio", é agravado no *Crowdfunding,* intensificando o risco de imitação, reduzindo o fator surpresa e obrigando a um forte domínio do processo de registo de patentes.

Em oposição, os princípios de gestão modernos, reforçam que à importância do secretismo, se sobrepõe à possibilidade de estabelecimento de parcerias, nomeadamente, com *Business Angels*, constituindo um valor acrescido, conhecimento de mercado, relações, *status*, etc.

As motivações dos promotores têm sido exaustivamente analisadas por diversos autores. Um estudo sugere a existência de motivações extrínsecas relacionadas com obtenção de financiamento e estabelecimento de uma carreira, e motivações de carácter intrínseco onde assumem fundamental importância os sentimentos de prazer, honra, e exposição pública (Kleemann, 2008). Um estudo mais recente acrescenta ainda o objetivo de obtenção de *feedback* (Kuppuswamy e Bayus, 2013).

Existe ainda uma motivação relacionada com o carácter instrumental, em que se procura a extensão de uma rede social, que possa ser útil para o projeto em causa mas que garanta ainda uma segurança para projetos futuros (Wang e Fesenmaier, 2003).

2.6.2.Financiadores/Funders/Investidores

Os designados "*Funders",* são um conjunto muito heterogéneo de indivíduos, que acedem por esta via, a diferentes propostas de investimento, intervindo antecipadamente nas novidades do mercado, com motivações meramente filantrópicas ou, na busca de proveitos mais relevantes dos que os proporcionados por outros meios de investimento. Releva neste aspeto a análise sociológica relativa á caracterização deste conjunto de indivíduos como um verdadeiro grupo, com objetivo comum, ou simplesmente como uma massa de elementos, que justifica a alusão a "*Crowd"* (multidão).

Elo comum, é geralmente o reduzido nível de investimento individual, que obriga à captação de um grande número de investidores, os quais é necessário gerir e satisfazer. Qualquer um que disponha de $10 pode tornar-se um investidor (Dell, 2008).

Ao tomar contacto com excelentes propostas em "primeira mão", este agente é também confrontado por diversas ocasiões, com a falta de experiência do *Creator*, eventual incompetência e fraude, além do próprio risco do projeto e de mercado envolvido em cada caso.

Segundo um estudo de Mollick, o risco de fraude no reembolso do produto recompensa nesta atividade, tem-se revelado diminuto, sendo que é inferior a 1%. Provavelmente a taxa é irrisória por via da forte influência da comunidade interveniente. O risco de insucesso do *Crowdfunding* não é propriamente a fraude, mas sim, o insucesso do próprio projeto financiado.

A defesa do investidor, como noutro tipo de aplicações, consiste na diversificação do investimento, evitando apostar tudo num único projeto (Lawton, 2011).

Comparando com outras formas de financiamento, os promotores tornam-se muito visíveis, o que minimiza as hipóteses de fraude (Burtch, Ghose e Wattal, 2014) apesar de obviamente, se denotar no processo uma forte assimetria de informação entre angariadores e financiadores (Agrawal, Catalini e Goldfarb, 2013).

Uma consideração muito relevante no fenómeno do *Crowfunding*, é a identificação de um novo género de agente económico, batizado de "*Prosumer"* por Toffler, um tipo de consumidor com influência decisiva sobre a atividade produtiva, sendo que a mesma fica inteiramente dependente do comportamento do financiador (Hencefoward, Ordanini, 2009).

A junção do prefixo "Pro" de Profissional, com o sufixo "sumer) do termo "*Consumer*", identifica a relação estreita que existe entre produtor e consumidor e, clarifica simultaneamente, o índice de desenvolvimento e exigência do consumidor transformado num verdadeiro profissional.

2.6.3.Plataformas

A plataforma é o ponto de encontro entre os dois agentes anteriormente referidos: financiadores e promotores. Funciona como a montra de oportunidades de investimento disponibilizada aos promotores, apresentada às "massas" por via das novas tecnologias web. Apresentam-se como facilitadores neutrais no processo (Willems, 2013) e, são uma real fonte de criação de valor (Osterwalder, 2010). Para entender o modelo de negócio da plataforma, torna-se necessário adotar a perspetiva de dois mercados que são servidos por este meio.

O número de plataformas tem crescido rapidamente nos últimos anos. Existem tipos muito distintos de plataformas mas também é possível identificar muitos pontos em comum (Agrawal, 2011).

Na maioria dos casos, ostentam um formato estandardizado de apresentação e promoção dos projetos, para que qualquer utilizador de internet aceda de modo intuitivo e simples. Permitem transações financeiras, com controlo de riscos. Normalmente, cobram uma taxa como compensação, aos projetos bem-sucedidos (Wechsler, 2013).

As plataformas podem ser categorizadas sobre diversas óticas.

Quanto à especialidade operacional, existem plataformas de propósitos gerais e plataformas especializadas.

Quanto à extensão do serviço prestado existem plataformas que se limitam à função base de promover o encontro entre os outros dois agentes e existem outras que se desenvolveram criando novos serviços como o de aconselhamento, organização das relações públicas, gestão de campanha e, *Customer Relationship Management (CRM)*. Das novas propostas, acentua-se o apoio possível de divulgação, pela utilização de uma forte rede que vai sendo detida pela plataforma ao longo do tempo, por via de contacto com projetos similares e públicos predispostos a participar no processo.

Quanto ao modo de viabilização de projetos, dividem-se em dois grandes grupos: *All-Or-Nothing* e *Keep-It-All*.

No primeiro modelo, o promotor só acede à quantia angariada quando se verificar que foi atingido o objetivo anunciado. Depreende-se que se o não foi, o projeto não dispõe do montante mínimo para ser viabilizado e então, não avança e a verba é devolvida a cada investidor. Na maioria das plataformas é este o modelo adotado e quando o valor mínimo não é alcançado não é movimentada a verba apurada (Massolution, 2013). Garante-se assim que o projeto não opere com recursos insuficientes bem como, de que seja requerido um montante exagerado e superior ao necessário.

O segundo modelo, não é colocada qualquer barreira mínima, pelo que o promotor terá acesso a todo o montante angariado. Existem casos em que é bloqueada a entrada de novos investidores assim que o valor mínimo é alcançado mas, a generalidade dos casos, permite novas entradas até ao limite do prazo da campanha.

Normalmente o promotor não tem opção sobre o modo de operação e cobrança da plataforma embora, recentemente, já tenham surgido algumas plataformas que fornecem ambas as opções.

As finalidades essenciais do negócio das plataformas é a maximização do número, da dimensão dos projetos de sucesso e, a atração de um número crescente de angariadores e promotores, com uma preocupação constante de controlo sobre eventuais fraudes. A sua rentabilidade base, situa-se na ordem dos 5% sobre o valor angariado, sendo que por vezes existem outras receitas proporcionadas por serviços prestados.

A plataforma assume um papel determinante na formalização dos contractos (Lee e Persson, 2012), atuando como um intermediário que formaliza o que de outra forma, seria finança informal entre amigos e familiares, com os autores do projeto, bem como, com todos os outros financiadores.

Existe uma grande dicotomia de interesses que a plataforma deverá analisar e gerir. A experiência demonstra que os financiadores tendem a procurar plataformas com grande número de projetos, pois aumenta as suas possibilidades de escolha. No plano teórico no entanto, compreende-se que se existirem duas campanhas e dois investidores, e se cada um optar por projeto distinto a 50%, nenhum das propostas arrancará. Quando se verificar a

existência de apenas uma campanha e a mesma predisposição de investimento, os dois financiadores viabilizam o projeto e o mesmo tem sucesso. Assim, no plano teórico, quanto menos campanhas forem disponibilizadas, mais condições de sucesso existem.

Uma das mais importantes divisões de plataformas relaciona-se com o tipo de acção promovida. Torna-se então necessário analisar detalhadamente os diversos modelos.

2.7.Modelos de Crowdfunding

A principal divisão caracterizadora do *Crowdfunding*, reside nas suas diferentes modalidades. A divisão mais simplista identifica duas categorias base: Patronato e Investimento (Burkett, 2011). Segundo o autor, existem situações em que o financiador faz um donativo em troca de um retorno não financeiro, meramente simbólico, um presente de agradecimento ou uma amostra do produto e outras situações em que o investimento gera um retorno de cariz financeiro, participação no capital ou juros. Esta classificação considera apenas a existência ou não, de benefícios monetários/financeiros.

O modelo recompensa distingue-se do modelo donativo, pelas motivações do financiador, que geralmente são distintas. Verifica-se um carácter de filantropia na situação de doação. É essencial compreender a linha divisória entre as duas propostas pois, podem existir eventuais benefícios fiscais no modelo donativo. Outra visão é apresentada pela *Canadian Media Fund* (2012), acentuando a divisão de *Crowdfunding*, em Doação, Empréstimo e Investimento.

O modelo de Recompensa afirma-se, é excelente para atrair os "*Early Adopters*" e testar novos produtos e serviços beneficiando de apoio financeiro e despendendo muito pouco. É o modelo ideal também para promover a pré-venda e fazer teste de preço.

O modelo Empréstimo, também designado *Peer-to-peer lending*, é passível de proporcionar condições únicas de empréstimo numa filosofia *win-win* exemplar.

O modelo Investimento refere-se ao também designado modelo *Equity*, que movimenta geralmente montantes superiores aos dos modelos anteriores. Carece no entanto, de uma intervenção legislativa mais específica e incisiva, sendo que em alguns momentos, já foi motivo de encerramento de diversas plataformas. Por princípio, este modelo é ilegal se passar à margem do registo público.

Esta classificação foi complementada por diversos autores distinguindo 4 modelos: Patronato/Donativo, Recompensa, Empréstimo e *Equity* (Bradford, 2012, Mollick, 2014, Ahlers, Cumming, Gunther e Schweizer, 2015).

A classificação de *Crowdfunding* conforme a base Donativo, Empréstimo, Equity e Recompensa, é também defendida por Massolution (2012) e Collins e Pierrakis (2012).

A base Donativo era já utilizada há alguns anos por parte das grandes estruturas de caridade para recolha de donativos por via de plataformas *online* mas a partir de 2010 o *Crowdfunding* permitiu o acesso desta via de angariação de fundos a pequenas organizações e indivíduos. Uma das principais precursoras terá sido a plataforma GoFundMe (2010), que cobra 5% de cada doação bem como um *fee* de processo por cada transação.

A base Empréstimo ganhou forte expressão após a crise de 2008, principalmente por proporcionar facilidades de acesso a capital a quem mais ficou privado dessa possibilidade, que foram os pequenos empresários e novos empreendedores. Na generalidade dos casos, as plataformas beneficiam de uma percentagem do empréstimo, num único momento, e uma percentagem dos juros dos investidores. Este modelo permite o estabelecimento de um processo simples, fácil e barato. O juro pago é suficientemente alto para atrair investidores. Permite um melhor retorno, menor volatilidade, maior diversificação e diluição do risco. É algo restritivo, sendo apenas aceite uma pequena parte das propostas. As plataformas, ao aprovarem uma campanha, atribuem uma classificação de risco de crédito e retorno do projeto.

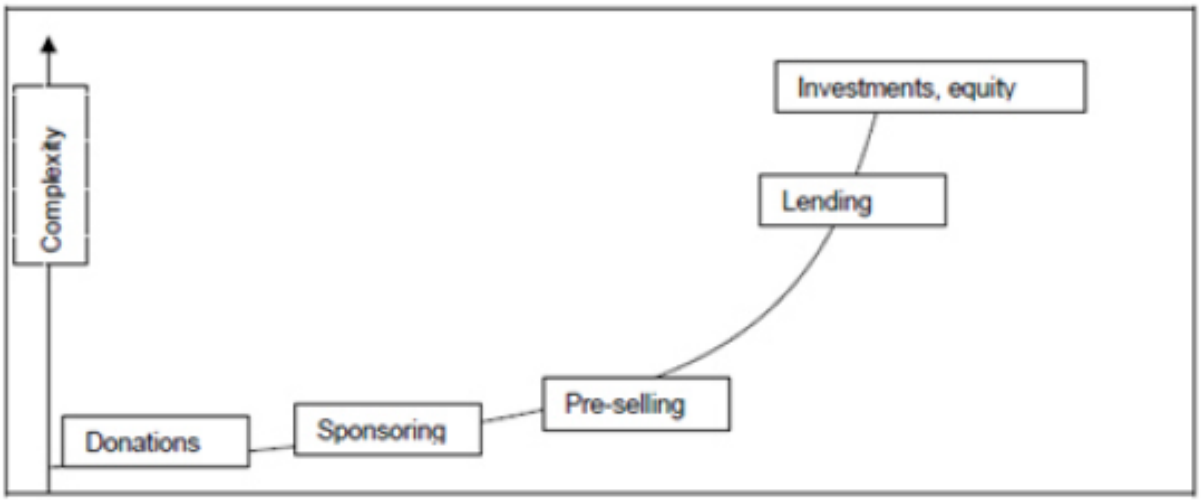
Desde 2009, o processo tem atraído diversas instituições, como seguradoras e fundos de pensão. Uma das plataformas com maior expressão neste modelo é a *LendingClub* (San Francisco, 2006) com uma taxa de aprovação perto dos 10%. Em 2013, a *Google* investiu $125 milhões na plataforma. Os juros praticados podem variar entre 1,95% e 4,95% mas é frequente propostas na ordem dos 7% e, em determinados momentos, já foram oferecidas taxas de 24%. Do ponto de vista do investidor, o processo de envolvência é mais complexo do que no *Crowdfunding* de base Recompensa.

O crescimento deste modelo de *Crowdlending*, conduziu à expansão dos serviços oferecidos por algumas plataformas como a *LendingClub* e *Prosper*, que passaram a pagar comissão a consultores que direcionam os investidores. As plataformas de base Recompensa, têm

características muito próprias, sendo que concentram especial atenção na forma de apresentação e atração do investidor, mas ainda uma acuidade particular sobre o esquema graduado de recompensa, que distinga o montante disponibilizado por cada financiador. Depois do sucesso das plataformas de base donativo e recompensa até 2010, os empresários começaram a olhar para as plataformas, como meio de abreviar o processo tradicional de *Business Angels*, que normalmente se estende por mais de seis meses, passando a demorar apenas semanas, dias ou horas.

A pesquisa efetuada, revelou que a primeira regulamentação é de 2011, nos Estados Unidos da América. Muitas das plataformas especializaram-se em determinadas áreas sendo exemplo a *MicroVentures* (2011) especialmente vocacionada para tecnologias e, a CircleUp (2012) para o retalho. Nestes casos específicos, a participação não consiste num *Open-Call* à multidão, restringindo-se a investidores acreditados. Normalmente o valor total de investimento é limitado. A alteração legislativa do *Crowdfunding* dos Estados Unidos da América de 2015, passou a permitir acesso a investidores não acreditados e alargou o montante máximo de investimento. A iniciativa legislativa mantém no entanto a restrição a empresas residentes.

***1*: Formas de Provisão de capital de acordo com a complexidade do processo**



Fonte: Hemer (2011) https://www.econstor.eu/bitstream/10419/52302/1/671522264.pdf

Cada um dos modelos de *Crowdfunding* abordados possuem características próprias, sendo possível hierarquizá-los de acordo com o seu grau de complexidade (Hemer, 2011). O gráfico anterior apresenta as diversas propostas de crowdfunding face ao seu correspondente nível de complexidade.

2.8.Bases da Legislação Internacional de Crowdfunding

O conceito de *Crowdfunding* colhe a filosofia de base legal anglo-saxónica comum em muitas dos conceitos recentemente implementados como *Crowdsourcing*, *Outsourcing*, *Leasing*, *Factoring* entre muitos outros. Este princípio de utilização do gerúndio, transporta a ideia de ação continuada, movimento, dinâmica, que se enquadra numa perspetiva legislativa aberta e muito liberal. Em poucos anos, o *Crowdfunding* assumiu um papel muito significativo no cenário económico.

Uma das plataformas com maior expressão (*Kickstarter*, EUA), apresentou entre 2009 e 2015, 265 mil campanhas, das quais 95.200 se revelaram campanhas bem-sucedidas, tendo angariado 1,76 mil milhões de dólares e intermediado a relação dos promotores com 9,7 milhões de financiadores. Dos projetos com sucesso, cerca de 2,6% solicitaram montantes superiores a $100 mil e 27.900 tinham meta de angariação superior a $10.000.

O *website*, terá sido criado originalmente por Peery Chen, com o objetivo de promover a deslocação de dois DJ´s Australianos aos Estados Unidos da América. Em apenas dois anos, tornou-se o modelo mundial para *Crowdfunding*, com perto de $2 milhões por semana (Cortese, 2011).

Após alguns anos de experiência, sentiu-se a necessidade de introduzir orientações operacionais e uma intervenção mais visível, de modo a criar mecanismos protecionistas para todos os agentes, transmitindo a confiança necessária para fomentar o desenvolvimento do fenómeno. Este processo procurou, geralmente, não desvirtuar a ideia de negócio, mas assumiu uma perspetiva normativa germanófona, quanto ao processo que envolve empréstimos, *equity*, *royalities* ou seja, sempre que existe uma contrapartida financeira como base da proposta.

A evolução legislativa acompanhou naturalmente o crescimento do fenómeno e a expressão geográfica do mesmo, sendo que as primeiras preocupações surgiram nos Estados Unidos da América. Os preceitos legais são abordados na Reg D (Rules 504, 505 e 506). O desenvolvimento legislativo dos Estados Unidos da América, impede investimento superior a 5% para quem aufere um montante inferior a $100 mil/ano e, 10% até um máximo de $100 mil para quem apresenta rendimento superior a $100 mil/ano. Qualquer projeto, é impedido de angariar mais de $1 milhão/ano e, qualquer portal de financiamento, está obrigatoriamente sob a alçada de um organismo público que supervisiona a atividade.

Na Europa, terá sido no Reino Unido, o primeiro grande exemplo de *Crowdfunding*, por via de uma proposta também ligada à música (1997), quando Mark Kelly, teclista dos *Marillion*, promoveu a angariação *online*, de um montante ($60 mil), que viria a viabilizar a *American Tour* da banda.

Só no final de 2011 surgiu um movimento no Velho Continente, que apresenta um documento designado *Bielsko-Biata*, com as linhas orientadoras do *Crowdfunding* nos Estados Membros. Constituiu o primeiro passo, para encorajar a Comissão Europeia a desenvolver um projeto de promoção desta alternativa de angariação de fundos, conforme *European Association of Development Agencies* (EURADA). Na sequência deste projeto, o Reino Unido, a França, a Itália e diversos outros países membros adaptaram as sugestões ao seu próprio quadro legal. O Reino Unido, com 70% as plataformas europeias, segundo um levantamento de 2014, terá sido pioneira em termos de iniciativa legislativa e, implementou alterações em 2014. A França, que pretende afirmar-se como a Capital Europeia de *Crowdfunding*, editou um Guia em 2013 e só em 2014 aprovou legislação específica de modelo *Equity*. Itália, viria a adotar um modelo legislativo similar ao vigente nos Estados Unidos da América e, implementou alterações em 2013.

Na Ásia, opera uma plataforma com grande expressão, nomeadamente em Hong Kong, a qual é no entanto, baseada na Finlândia. No Médio Oriente, mais especificamente no Egipto, existe uma plataforma muito influente (*Shekra.com*), que concilia o princípio de desenvolvimento "*mudharabah*" (*profit sharing*) no ambiente da lei bancária islâmica. Como não é permitido que a plataforma cobre comissão em cada investimento, opta pelo coinvestimento e, a receita gerada, é partilhada com outros investidores, sob uma fórmula específica. A Austrália, apresenta o mais distinto e desenvolvido sistema de *Crowdfunding*, organizado como *Stock Market*.

2.9.Bases da legislação nacional de Crowdfunding

Em Portugal, o *Crowdfunding* foi introduzido no verão de 2011, com uma plataforma de modelo de Recompensa, *PPL.com.pt*, a qual já contava em 2014, com 253 projetos bem-sucedidos.

Em termos de iniciativas legislativas, revelou-se um dos países europeus mais atrasados. O processo só se inicia em 2015, em duas fases, distinguindo a intervenção de plataformas com e sem contrapartidas financeiras, visto que as autoridades financeiras têm a dupla tarefa de

facilitar o investimento (flexibilizando mecanismos de acesso ao crédito) e simultaneamente proteger os investidores.

O legislador adotou uma terminologia própria, substituindo a denominação "*Crowdfunding",* por "Financiamento Colaborativo". A Lei 102/2015 de 24 de Agosto identifica as modalidades de base Donativo, Recompensa, de Capital e Empréstimo. Nos artigos 4º e 5º aborda as questões da titularidade da plataforma e os deveres. No artigo 7º, caracteriza os beneficiários. Nos artigos 12º ao 14º, são caracterizados os modelos Donativo e Recompensa. Nos artigos seguintes, são abordados os preceitos essenciais dos modelos Capital e Empréstimo, sendo que remete para um Regulamento a publicar posteriormente, para efeitos de regulação específica da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Este Regulamento seria precedido da Portaria 344/2015 de 12 de Outubro, em que se legislou sobre a obrigatoriedade de registo das plataformas e pelo documento de Consulta Pública 7/2015 de 7 de Dezembro, sobre as referidas bases de Modelos Capital e Empréstimo. Só em 2016 foi então publicado o Regulamento da CMVM 1/2016, com as regras de autorização e funcionamento das plataformas afetas aos modelos Empréstimo e Capital.

3. Contextualização – Crowdlending

No presente trabalho iremos concentrar a pesquisa numa particularidade do C*rowdfunding*, restringindo o estudo ao *Crowdlending*, também designado de financiamento colaborativo de base empréstimo, especificamente à sua expressão a nível nacional, baseando a análise nas informações disponibilizadas por uma plataforma sediada em Portugal, precisamente no momento em que completa um ano de atividade.

Procurámos analisar e compreender o fenómeno a nível nacional, questionando a oportunidade e pertinência do modelo como alternativa ou mero complemento aos sistemas tradicionais de financiamento. Uma resposta completa e conclusiva a esta questão deriva de muitas outras informações, cujo apuramento sugere novas pistas de investigação.

Segundo um estudo da Universidade de Chicago a questão do financiamento por via do *Crowdfunding,* revela um padrão de representação idêntico ao do financiamento tradicional. Será que este novo modelo se apresenta como uma verdadeira alternativa ou será um importante complemento? Será que o crescimento deste modelo se comportará como um produto de moda, atingindo rapidamente a maturidade e caindo em declínio em poucos anos? Será um modelo mais adequado para países ricos ou para países pobres? Apesar de se basear em redes e tecnologias de partilha de informação a uma escala global, será que se encontra intimamente ligado a fenómenos de proximidade? Por que razão os primeiros investidores acabam por ser sempre a família e amigos e, só depois, se atingem outros investidores? De acordo com Agrawal (2011) numa análise da plataforma *Sellaband*, a distância média de captação de recursos não ultrapassa o raio de cinco mil quilómetros. A participação ao longo do tempo é linear e equilibrada? Os estudos demonstram que os primeiros 25 % do volume total de financiamento, demoram menos tempo (2,84 semanas) do que os últimos 25% (3,18 semanas). Será que o modelo é mais adequado para projetos de pequena ou grande dimensão? Quais das necessidades evocadas pelos promotores demonstram ter mais acolhimento junto dos potenciais investidores? Será que a legislação portuguesa, de cariz profundamente protecionista, é castradora e limita o crescimento do conceito? Em diversos países, por exemplo, não existe um preceito legal que limite a promoção de projetos por entidades com pelo menos dois anos de atividade. Por esta via são viabilizadas propostas como a de ajuda a uma família para pagar os seus créditos, financiamento da ideia de um empreendedor ou até a realização de um casamento de sonho.

A plataforma norte americana *Prosper.com*, permite que os investidores se apresentem em grupos. Será que a motivação deste modelo é exclusivamente de ordem financeira e concentrada na rentabilidade? Será que o modelo de base empréstimo colhe algum dos preceitos de motivação dos demais modelos de *Crowdfunding*? Existem perigos e riscos distintos no modelo de *Crowdlending*? Será que uma plataforma sediada em Portugal, apresenta expectativas de desenvolvimento idênticas a outras criadas noutra geografia? De acordo com Francisco Banha (2011), presidente da FNABA, o caso dos *Business Angels* demonstra que os portugueses necessitam de uma plataforma internacional que constitua um alargamento da montra de visibilidade ao exterior a fim de promover a atração de mais investimento. Em França por exemplo, a plataforma Babyloan (2008), promoveu cerca de 20 mil projetos nos primeiros 7 anos de atividade, envolvendo 35 mil financiadores e angariando mais de 10 milhões de euros. No mesmo espaço geográfico, verificamos que a plataforma *Spear.com* (2011) promoveu apenas 7 projetos e angariou 470 mil euros no primeiro ano. Este resultado é inferior ao obtido por qualquer das plataformas portuguesas que vamos analisar mais à frente. Será que reflete apenas a fase de penetração no mercado e que se justifica pelo crescimento exponencial que normalmente se segue ou, é limitador e característico de um produto que se apresenta ao mercado em fase mais tardia? Será que o modelo de *Crowdlending* terá um desenvolvimento similar ao do conceito abrangente de *Crowdfunding*? Diversas entidades indicam uma preponderância dos modelos de Base Empréstimo e Base Donativo a nível mundial quanto ao volume movimentado. Inicialmente a maioria das plataformas era de Base Donativo, seguida de Base Empréstimo e Base Recompensa. Este último modelo foi o que mais cresceu, sendo que em 2014, representava já cerca de 40 %, seguida das de Base Empréstimo e Donativo com 20% cada. Em termos geográficos confirma-se que a distribuição também tem sofrido alterações significativas. Enquanto em 2010 a grande maioria das plataformas se situava nos EUA, em 2014 já representam cerca de 60% as plataformas europeias, tendo os EUA uma expressão reduzida a 20%.

É possível avaliar a atenção que o fenómeno desperta junto dos potenciais investidores e promotores, pela medição do número de entradas nos principais motores de busca. Paralelamente cresceu drasticamente o número de publicações sobre a temática, sinónimo do interesse crescente da sociedade. Não é facilmente comprovável no entanto, que o

crescimento verificado quanto à temática do *Crowdfunding*, se traduza na mesma proporção para todos os modelos de negócio.

Dezenas de outras questões, foram surgindo ao longo do desenvolvimento do presente trabalho. As respostas a cada uma destas interrogações, poderão constituir propostas de trabalhos futuros, sendo que, na presente dissertação, a análise se centrará exclusivamente no apuramento do perfil dos *Early Fundraisers*, em Portugal.

3.1.Legislação nacional - Crowdlending

A legislação nacional do *Crowdlending* assenta no Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, Lei 102/2015 de 24 de Agosto, que entrou em vigor a 1 de Outubro de 2015. Neste diploma são apresentadas as linhas mestras do modelo de *Crowdfunding* de Base Empréstimo. Refere a obrigação de registo prévio das entidades gestoras de plataformas junto da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a quem compete a regulação e supervisão, assistindo-lhe o direito de estabelecer os termos de recusa, caducidade, suspensão e cancelamento do registo. Prevê o estabelecimento de normas aplicáveis às ofertas disponibilizadas e a existência de uma ficha designada IFIFC, Informação Fundamental do Investimento no Financiamento Colaborativo.

Na sequência deste quadro legal de base foi efetuada uma consulta pública por via da CMVM nº 7/2015. Posteriormente, de acordo com o nº 2 do art.º 23º do Regime Jurídico (Lei 102/2015 de 24 de Agosto), art.º 353º nº1 b) e 369º nº1 do Código dos Valores Mobiliários (D.L. 486/99 de 13 de Novembro) e do art.º 12º dos Estatutos da CMVM (D.L. 5/2015 de 8 de Janeiro) foi publicado o Regulamento 1/2016 da CMVM em Maio de 2016.

Neste articulado são especificados os preceitos do modelo de *Crowdfunding* de Base Empréstimo. Nas disposições gerais são referidos o objeto e o âmbito da atividade e abordadas as condições de acesso, os deveres das entidades gestoras de plataformas, as obrigações a nível da informação, os limites máximos de angariação e investimento, as relações com prestadores de serviços de pagamento e os deveres de prevenção de conflito de interesses. Com a determinação da obrigatoriedade de registo, são referidas condições específicas de acesso à atividade. O diploma prossegue com a indicação de normas de organização interna e, caracterização dos limites ao investimento. Nos artigos 16º e 17º é abordada a IFIFC, documento obrigatório antes da aceitação de qualquer proposta, de disponibilização gratuita, que deverá apresentar advertências específicas quanto aos riscos

de perda parcial ou total do investimento, de rentabilidade eventual inferior ao previsto, de falta de liquidez, de produto/serviço não autorizado ou supervisionado pela CMVM, ao risco do investimento não estar coberto pelo Sistema de Indemnização a Investidores, do capital não garantido pelo F.G.D. e dos empréstimos não serem supervisionados pelo Banco de Portugal.

As disposições finais indicam uma data de entrada em vigor indexada à entrada em vigor do regime aplicável à violação do Regulamento o qual, passados doze meses, não foi ainda apresentado.

Este incompreensível atraso, poderá ser responsabilizado pelos efeitos de crescimento lento do processo a nível nacional. Esta atitude de alarme protecionista e excessivamente reguladora, poderá ser a causa da dificuldade de afirmação de um fenómeno com resultados muito expressivos a nível internacional. Segundo um *ranking* de *Crowdlending* designado Top 10 de 2015, o *LendingClub* (2007) tinha alcançado um resultado impressionante com um volume de financiamento captado na ordem dos 5 mil milhões de dólares, com 300 milhões de juros distribuídos e a *Prosper.com* (2006), tinha cerca de 2 milhões de membros e mil milhões de dólares angariados. No final do ano seguinte a plataforma *Lending Club* apresentou um resultado 5 vezes superior, atingindo a marca dos 25 milhões.

3.2.Plataformas de Crowdlending em Portugal

Existem em operação em Portugal duas plataformas de financiamento colaborativo de base empréstimo: *Raize* (2015) e *Clicinvest* (2016). Existe recentemente, desde Fevereiro de 2017, uma outra proposta - *Portugal Crowd* - mas que opera numa base relativamente distinta, incidindo exclusivamente no sector do imobiliário. A sua especificidade exclui-a do conceito abordado neste estudo.

Sendo que a *Clicinvest* perfaz precisamente um ano de atividade no período de desenvolvimento do presente estudo, mostrou-se pertinente e oportuna a análise dos resultados alcançados pela plataforma. Iremos ainda trabalhar com informações relativas aos promotores que utilizaram a plataforma *Raize*, pioneira no mercado português, a qual desde a sua criação até finais de 2016, tem já angariado cerca de 5.376.000 euros, com um total de 10.115 investidores que viabilizaram 305 operações.

3.2.1.Clicinvest

A plataforma *Clicinvest* desenvolve o seu modelo de negócio de acordo com os preceitos legislativos publicados, apresentando uma estrutura muito clara, precisa e intuitiva. Anuncia um limite de financiamento de 150 mil euros, com o prazo a variar entre 6 e 36 meses e taxa de juro entre 3,4 e 8,4 %. A apresentação de uma proposta de financiamento, obriga ao cumprimento de determinadas etapas. Inicia-se pelo registo, preenchimento de uma ficha de candidatura com junção de determinados documento e sujeição a uma breve entrevista telefónica. A análise da informação decorre no prazo de 48 horas e ao fim de um mês a campanha chega ao mercado. Uma entidade externa responsabiliza-se pela transferência de fundos para a empresa e pelo pagamento das prestações mensais aos investidores.

A comissão cobrada pela plataforma é fixa e o seu valor indexada ao perfil de risco da proposta e ao período de duração do empréstimo. Apresenta-se de seguida o quadro resumo relativo ao valor da comissão.

1 - Quadro resumo de comissão Clicinvest

	Comissão Única*	Nível de risco (Score Ignios)		
		4 - 5	6 - 7	8 - 10
Maturidade do empréstimo	até 6 meses	2%	1%	1%
	+ de 6 meses a 1 ano	2,5%	1,5%	1%
	+ de 1 ano a 2 anos	3%	2%	1,5%
	+ de 2 anos a 3 anos	4%	3%	2%
	*Comissão mínima de €250			

Fonte: Clicinvest

Existem algumas restrições quanto às características das entidades candidatas a financiamento. Deverão ter pelo menos dois anos de atividade, sede em Portugal e não terem dívidas às Finanças e Segurança Social. Existe uma outra limitação relacionada com o

processo de seleção. A plataforma só aprova as propostas que obtiverem classificação superior a 4 resultante da análise da entidade avaliadora.

Uma das principais vantagens, é o facto de o promotor só assumir qualquer compromisso, depois de o empréstimo estar totalmente financiado, sendo que só nesse momento é que se promove a assinatura do contrato de mútuo. No decorrer de todo o processo, é possível desistir sem que tal ato implique qualquer custo ou obrigação.

2 - Tabela Comparativa de Fontes de Financiamento.

	ClicInvest	Linha PME Crescimento [1]	Banco	Instituições de Crédito
Montante	€150.000	€50.000	-	€50.000
Prazo	6 meses a 3 anos	Até 6 anos	24 meses a 90 meses	2 - 10 anos
Comissão de Organização (1 pagamento)	Sim [4]	Não [2]	Sim	Sim
Comissão de Gestão (anual)	Não	Não mas fica ao seu encargo todos os custos associados. i.e. Avaliação	Sim [3]	Não
Garantia	Pessoal	Garantia mutua com comissao extra	Real	Pessoal
Taxa Reembolso antecipado	Não	Não	Sim	Sim
Todos os propósitos e empresas	Sim [5]	Não	Sim [5]	Sim [5]
Custo global [6]	7,8%	5,75% + euribor	> 10% + euribor	> 11% + euribor

Tabela comparativa - Esta tabela é indicativa, com base nas informações observadas no mercado. Não contratuais.

Fonte: Clicinvest

Quando o financiamento está completo, o dinheiro é de imediato transferido para a conta da empresa (3 a 5 dias). A plataforma apresenta uma tabela comparativa de diversos modelos de financiamento. Os dados da tabela resultam de uma consulta efectuada pela plataforma

Clicinveste no momento de implementação do projecto e traduzem um argumento comercial para evidenciar a sua própria proposta de financiamento

O processo de seleção é composto por duas fases distintas de avaliação. Num primeiro momento é promovida uma triagem automática na qual são excluídas todas as entidades com menos de 2 anos de atividade, dívidas às Finanças ou Segurança Social e as que apresentem processos judiciais pendentes. São ainda excluídas todas as que obtiverem um score inferior a 4, conforme classificação *Iberinform*. Numa segunda fase, procede-se a uma avaliação manual, envolvendo uma reavaliação do *Score Iberinform*, ponderando o caráter da empresa. Finalmente é ponderado o limite de crédito atual e a caixa gerada pelas operações bem como o histórico do EBIT.

Verifica-se então uma clara classificação das propostas de acordo com o nível de risco, sendo que são excluídas se apresentarem probabilidades de incumprimento superiores a 5%,

3 - Tabela de índice de risco Clicinvest.

correspondentes a nível 1, 2 ou 3.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
25%	10%	5%	2,5%	1,5	0,8%	0,4%	0,15%	008%	0,00%

Maior Risco ---------- Menor Risco

Fonte: Clicinvest

Não existe uma correlação direta entre os scores e as bandas de risco A+, A, B e C estabelecidas por entidades como a *Moody´s* e *Fich*, sendo que a concentração, no caso da *Iberinform*, é acima de tudo na métrica da probabilidade de incumprimento. No quadro,

4 - Tabela comparativa de diferentes modelos de notação de risco. Fonte: *Clicinvest*

Fitch Ratings	Moody´s	S&P	IGNIOS
AAA a AA-	Aaa a Aa3	AAA a AA-	10 a 9
A+ a A-	A1 a A3	A+ a A-	8
BBB+ a BBB-	Baa1 a Baa3	BBB+ a BBB-	7 a 6
BB+ a BB-	Ba1 a Ba3	BB+ a BB-	5 a 4
B+ a B-	B1 a B3	B+ a B-	3
Inferior a B-	Inferior a B3	Inferior a B-	2 a 1

Fonte: Clicinvest

anterior, é retratado um cenário comparativo dos diferentes modelos.

A taxa de Juro Final é definida de acordo com a seguinte fórmula:

Taxa de Juro Final = Taxa Base + Ajustamento para nível de Risco e Volatilidade

A Taxa Base é fixada e revista periodicamente, tendo em conta o retorno mínimo para um investidor em produtos de investimento com risco comparável bem como a taxa de juro média de mercado para empréstimos a pequenas e médias empresas.

O Ajustamento para o Risco e Volatilidade destina-se a acautelar possíveis perdas.

As taxas de juro indicativas para um empréstimo a 12 meses são as que se apresentam no quadro abaixo.

5 - Tabela indicativa de taxa de juro para empréstimo a 12 meses - Score Ignios. Fonte: Clicinvest

	SCORE IGNIOS[i]									
NÍVEL DE RISCO	RISCO ELEVADO			RISCO MÉDIO		RISCO BAIXO				
SCORE IGNIOS[i]	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
PROBABILIDADE DE INCUMPRIMENTO *	25%	10%	5%	2.5%	1.5%	0.8%	0.4%	0.15%	0.08%	0.01%
TAXA DE JURO ANUAL INDICATIVA **	-	-	-	5.42%	4.17%	3.29%	2.79%	2.48%	2.39%	2.30%

As probalidades de incumprimento divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia do comportamento futuro das empresas.
* Taxa média

Scores considerados para entrada no mercado ClicInvest

Fonte: *Clicinvest*

A prestação mensal do empréstimo é calculada através da fórmula:

1 - Fórmula de cálculo da prestação mensal do empréstimo – *Clicinvest*.

$$A = P \cdot \frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

Em que:

P – Montante do Empréstimo

A – Prestação Mensal

r – Taxa de Juro dividida por 100 e de seguida por 12

n – Número de Prestações

Exemplo: Empréstimo de 25.000€ a 12 meses com uma taxa de 3,7%

Prestação = 2.125,32€

O quadro de pagamentos será o seguinte

6 - Quadro relativo a pagamento de empréstimo a 12 meses com taxa de 3,7%.

Mês	Capital	Juro	Prestção Mensal	Balanço
1	€ 2,048.24	€ 77.08	€ 2,125.32	€ 22,951.76
2	€ 2,054.55	€ 70.77	€ 2,125.32	€ 20,897.21
3	€ 2,060.89	€ 64.43	€ 2,125.32	€ 18,836.32
4	€ 2,067.24	€ 58.08	€ 2,125.32	€ 16,769.07
5	€ 2,073.62	€ 51.70	€ 2,125.32	€ 14,695.46
6	€ 2,080.01	€ 45.31	€ 2,125.32	€ 12,615.44
7	€ 2,086.42	€ 38.90	€ 2,125.32	€ 10,529.02
8	€ 2,092.86	€ 32.46	€ 2,125.32	€ 8,436.16
9	€ 2,099.31	€ 26.01	€ 2,125.32	€ 6,336.85
10	€ 2,105.78	€ 19.54	€ 2,125.32	€ 4,231.07
11	€ 2,112.28	€ 13.05	€ 2,125.32	€ 2,118.79
12	€ 2,118.79	€ 6.53	€ 2,125.32	€ 0.00

Fonte: *Clicinvest*

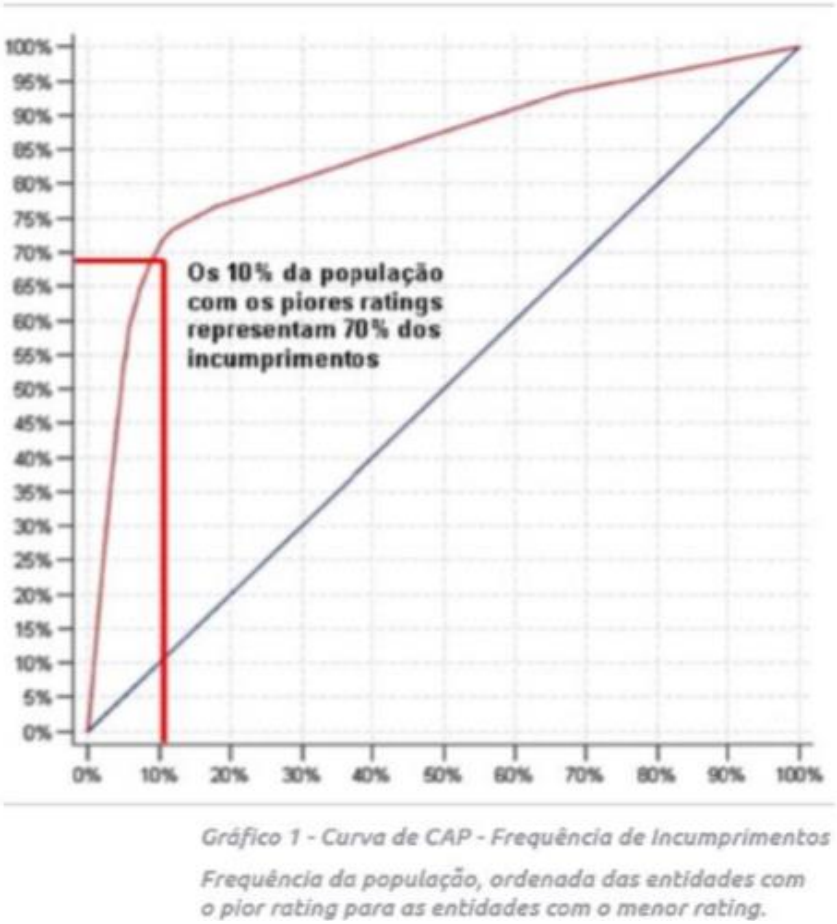
A fórmula utilizada traduz o pagamento mensal de capital sendo que considera que o mesmo vai reduzindo na medida da maturidade do empréstimo. Existem determinadas obrigações fiscais a cumprir. De acordo com a legislação em vigor a responsabilidade é atribuída ao mutuário devendo reter à taxa liberatória de 28% nos pagamentos de juros a efetuar aos investidores.

A plataforma exige ainda uma garantia adicional, uma garantia pessoal, em que os administradores, proprietários ou fiadores da empresa se comprometem a assumir as responsabilidades da empresa.

Não contemplamos uma análise pormenorizada do modelo da *Iberinform*, por estar fora dos objetivos do presente trabalho. Consideramos em oportunidade futura, desenvolver uma pesquisa mais profunda do método, dos princípios, das bases de dados constituídas, da própria estrutura e metodologia e da segmentação adotada por sector de atividade.

Uma das principais conclusões do método conduz a uma análise gráfica relativa a *Cumulative Accuracy Profile – CAP*, que comprova que cerca de 10% da população com os piores *ratings*, representa cerca de 70% das entidades em incumprimento.

2 - Gráfico relativo a Curva de CAP – Cumulative Accuracy Profile



Fonte: *Iberinform*

3.2.2.Raize

A *Raize*, primeira bolsa de empréstimos em Portugal, apresenta como missão, a promoção de economia mais enraizada na sociedade e menos dependente do sistema financeiro tradicional. A empresa foi distinguida com o Prémio Inovação NOS e o Prémio *Startup* 2015 dos Prémios Navegantes XXI.

A base da proposta é a promoção de financiamento sem exigência de garantias reais dos sócios e acionistas, sendo que a análise e seleção se foca na qualidade das empresas e não no património dos seus representantes.

O processo é muito acessível e célere sendo que se inicia pela submissão de um estudo gratuito sobre a empresa candidata, o qual é respondido num curto prazo de dois dias. Após a aprovação a empresa estará pronta a receber o empréstimo de investidores nacionais com

TANBs a partir de 3%, sem garantias reais. Logo que o processo de angariação se encontra concluído, existe apoio de entidade de pagamentos e recebimentos de fundos autorizada e supervisionada pelo Banco de Portugal, especificamente para a fase de remuneração mensal aos investidores.

A estratégia de crescimento, teve por base o desenvolvimento de uma rede empresarial parceira de 6.000 empresas, apoiada por Associações Empresariais de todo o país.

A proposta apresentada aos investidores é atrativa pois, para além de configurar um processo muito intuitivo, anuncia oportunidades de retorno acima dos 7,53%, sem qualquer custo, visto não lhes ser cobrada qualquer comissão.

A *Raize* apenas cobra comissão às empresas proponentes, sob um modelo claro de "comissão única", no valor de 3% sobre o montante financiado.

A seleção das empresas conta com duas fases distintas. Num primeiro momento, são desde logo excluídas as candidatas que não cumprirem os requisitos mínimos obrigatórios: Não estar em incumprimento bancário, junto da Autoridade Tributária ou Segurança Social; Ter pelo menos dois anos de atividade, com contas registadas; Não ser ré em processos judiciais; e, ter sede fiscal em Portugal

Numa fase imediatamente posterior, a *Raize* procede a uma análise individual de cada empresa, com base na informação financeira, em relatórios independentes de agências de informação e notação financeira e no mapa central de responsabilidades do Banco de Portugal, procurando assim avaliar as condições de conforto creditício para satisfação do pagamento de empréstimos que as empresas venham a contrair.

O risco para o investidor é assim minimizado. Contudo, a plataforma alerta que as operações podem envolver perdas, e que, os fundos detidos na conta do investidor não se encontram abrangidos pelo Fundo de Garantia de Depósitos.

Na plataforma *Raize* existem 6 bandas de risco para as empresas sendo que a banda de risco "A" é a que corresponde a empresas com maior conforto creditício.

Cada banda de risco tem associada uma taxa relativa à probabilidade de perda esperada anual, que indica a taxa de juro final a cobrar à empresa anualmente.

7 - Quadro resumo de Banda de Risco da Plataforma *Raize*.

Banda de Risco	Probabilidade de Perda Esperada Anual
A	1%
B+	2%
B	3%
B-	4%
C+	5,25%
C	6,5%

Fonte: *Raize*

Adicionalmente existe uma taxa de retorno mínimo para o investidor em função da maturidade do empréstimo, sendo que os prazos mais alargados têm taxas de retorno mínimo

8- Quadro de equivalência entre Banda de Risco e Prazo do Empréstimo da plataforma Raize

	6 meses	12 meses	18 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses
A	3,05%	3,05%	3,57%	4,08%	4,48%	4,92%	5,38%
B+	4,06%	4,06%	4,57%	5,09%	5,49%	5,92%	6,39%
B	5,06%	5,06%	5,57%	6,09%	6,49%	6,92%	7,38%
B-	6,05%	6,05%	6,57%	7,08%	7,48%	7,92%	8,38%
C+	7,31%	7,31%	7,82%	8,34%	8,74%	9,17%	9,63%
C	8,56%	8,56%	9,07%	9,59%	9.99%	10,42%	10,89%

mais elevadas.

Fonte: Raize

A prestação mensal é calculada por meio da seguinte fórmula:

2 - Fórmula de cálculo de prestação mensal da plataforma Raize

$$Prestação = Montante\,do\,empréstimo \cdot \frac{taxa \cdot (1+taxa)^n}{(1+taxa)^n - 1}$$

Assim, por exemplo: Empréstimo 10.000 € a 24 meses, com taxa de 5%

3 - Fórmula de cálculo para empréstimo de € 10.000,00, a 24 meses, à taxa de 5% da plataforma *Raize*

$$Prestação = 10000€ \cdot \frac{(\frac{5\%}{12}) \cdot (1 + (\frac{5\%}{12}))^{24}}{(1 + \frac{5\%}{12})^{24} - 1} = 438,71€$$

Fonte: *Raize*

Todos os meses é processado e recebido parte do capital e dos juros. No exemplo anterior o montante de juros bruto a receber é:

4 - Fórmula de cálculo de juros brutos a receber da plataforma *Raize*.

$$Juros\ brutos\ a\ receber = (438,71€ \cdot 24) - 10000€ = 529,04€$$

Fonte: *Raize*

Em termos fiscais, a tarefa do investidor é também extremamente facilitada pois, os juros estão desde logo sujeitos a retenção à taxa liberatória de 28%, no momento em que são auferidos, não implicando assim qualquer obrigação declarativa. O investidor pode optar pelo englobamento, desde que, comunique tal pretensão no prazo legalmente estabelecido. O empréstimo funciona através de um mecanismo de leilão em que são disponibilizadas às empresas diversas ofertas. É o investidor que define o montante e a taxa de juro que quer oferecer. A *Raize* apresenta a taxa de juro indicativa e a taxa de juro média que a empresa está a aceitar.

Existe ainda uma outra área designada "Mercado de Cessões". Neste mercado o investidor pode adquirir ou ceder posição em empréstimos em curso a outros investidores *Raize*. Esta ferramenta não tem custos de utilização. A estabilidade e sustentabilidade, é salvaguardada pelas seguintes regras: (i) o empréstimo não pode estar em atraso ou recuperação; (ii) a empresa não poderá ter tido atraso nas últimas três prestações; (iii) deverá haver pelo menos duas prestações a pagar; (iv) não haverá pagamento de prestações nos próximos 7 dias; (v) a empresa não tem outros pedidos de financiamento em curso; e, (vi) não tiver sido alvo de reestruturação. O valor nominal utilizado na aquisição e cessão de posição corresponde ao valor do capital em falta à data da transação.

4. Estudo "*Early Fundraisers*" nas Plataformas Portuguesas"

4.1.Modelo de Investigação

No decorrer do presente estudo verificámos que apesar de o *Crowdfunding* ter sido alvo de diversas observações, estudos e análises nos últimos anos, não poderemos afirmar que exista um vasto historial de investigação sobre a temática. A situação revela ainda um universo substancialmente mais reduzido de estudos relativamente à particularidade do financiamento colaborativo de base empréstimo.

A análise do fenómeno de *Crowdlending* em Portugal demonstra uma representação diminuta, com a existência de apenas duas plataformas em exercício. Existe uma outra de características muito específicas que se dedica em exclusivo a empréstimos com base no sector imobiliário.

A opção de estudo recaiu sobre a análise específica do perfil dos primeiros utilizadores deste recente processo de financiamento, procurando perceber os motivos envolvidos nas suas propostas, a região geográfica de origem que predomina neste universo de promotores e o nível de risco evidenciado.

O objetivo que nos propomos é uma avaliação essencialmente sob duas vertentes específicas, o promotor e a proposta, sendo que nos parece interessante, numa análise futura, efetuar um estudo orientado para a ótica do investidor. Deste modo, procuramos obter informação que nos permita responder à questão de partida:

– Perfil dos *Early Fundraisers* das plataformas de *Crowdlending* portuguesas

Identificado o objetivo da investigação, efetuámos diversos levantamentos bibliográficos, analisámos artigos científicos, operámos em diversas plataformas, concentrando-nos especialmente nas informações disponibilizadas pelas plataformas *Clicinvest* e *Raize*.

Para o tratamento e análise da informação utilizámos uma ferramenta informática generalista, a folha de cálculo do *Excel*. As vantagens inerentes a utilização de programa de tratamento estatístico especializado como o SPSS tornam-se displicentes na análise em causa.

4.2.Amostra e Universo do estudo

O universo que vamos analisar é composto por um conjunto de 27 entidades que apresentaram proposta de financiamento por via da plataforma da *Clicinvest* e, 292 que o fizeram utilizando a plataforma da *Raize*. A diferença deve-se naturalmente ao tempo de existência de cada uma das plataformas. A *Clicinvest* completa no momento um ano de exercício enquanto a *Raize* já tem uma experiência acumulada de 32 meses.

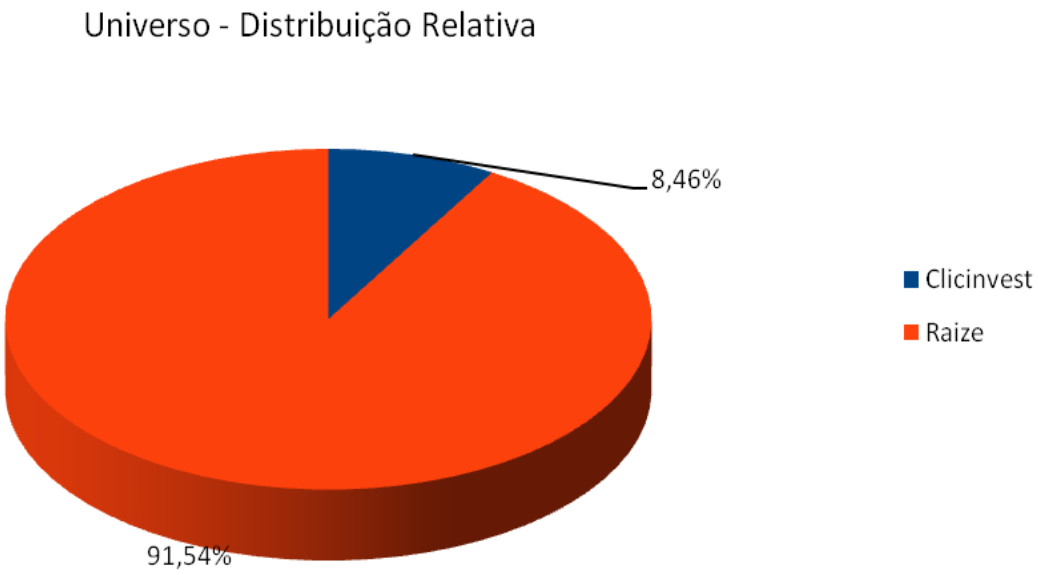
9 - Quadro relativo a universo do estudo

Clicinvest	8,46%	27
Raize	91,54%	292

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Pelos motivos anteriormente referidos, sendo que a dimensão do universo é extremamente reduzida, optámos por trabalhar os dados de todas as entidades, não se mostrando necessário assim, constituir uma amostra representativa.

4 - Gráfico relativo ao universo estudado (unid. percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Em termos relativos, verificamos que as entidades estudadas que recorreram ao processo de financiamento colaborativo de base empréstimo por via da plataforma *Raize*, representam 91,54% do universo.

4.3.Análise dos Resultados

4.3.1.Fase da proposta

A análise detalhada de cada uma das situações permite verificar que existem propostas em diferentes fases do processo de financiamento. As plataformas estudadas não consideram um critério comum na consideração das diferentes fases do processo pelo que analisamos cada uma por si.

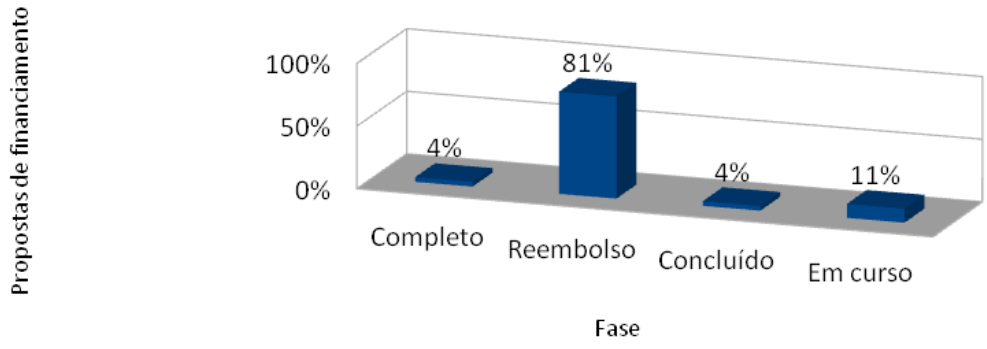
10 - Quadro resumo da fase das propostas da plataforma *Clicinvest*

Completo	4%	1
Reembolso	81%	22
Concluído	4%	1
Em Curso	11%	3

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A *Clicinvest* declara que 81% das propostas se encontram na fase de reembolso ou seja, propostas que obtiveram condições de financiamento e sobre as quais, os *Fundraisers* se encontram a pagar o devido reembolso aos investidores.

4– Gráfico relativo a fase das propostas de financiamento – *Clicinvest* (unid.:percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Existe 1 proposta, representando 4% do universo que já se encontra concluída e a cumprir as formalidades que permitirão dar início ao processo de transferência do montante angariado e do pagamento de reembolsos.

Estão em fase de angariação 11% das propostas, sendo que o montante solicitado está praticamente subscrito prevendo-se a aprovação das propostas a breve prazo.

Verificamos que existem 4% dos financiamentos propostos, que atingiram o final do processo, sendo que a remuneração aos investidores já foi concluída.

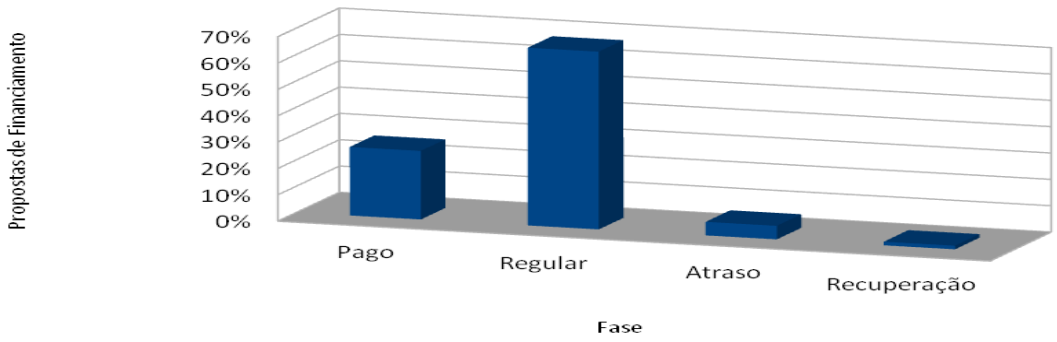
A plataforma *Raize* declara que tem 67% de proposta em fase de pagamento de reembolsos, correspondentes a 197 propostas.

11 - Quadro resumo de fase da proposta - *Raize*

Pago	26%	76
Regular	67%	197
Atraso	5%	15
Recuperação	1%	4

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

5 - Gráfico - Fase das propostas de financiamento – *Raize* (unid.: percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Verificamos a existência de 26% de processos já concluídos com êxito. Quanto a propostas com pagamento de reembolsos em atraso, verificamos que representa cerca de 5% e que as propostas em fase de recuperação são apenas 4, o que representa uma taxa de 1%

4.3.2.Volume de Financiamento

O volume total de financiamento concedido pelas plataformas, atingiu o montante de € 5.663.000,00 sendo que cerca de 88,75% (€ 5.026.000,00) foram angariados através da plataforma *Raize*.

5 - Quadro relativo a volume de financiamento (unid.: €)

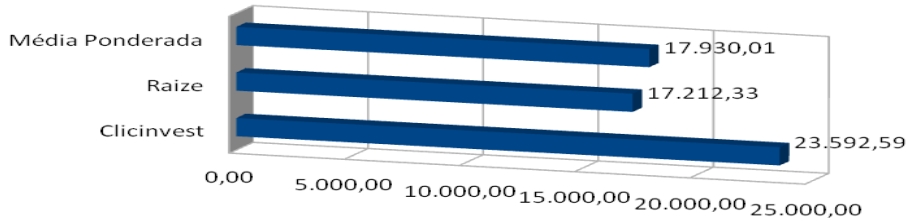
	Clicinvest	*Raize*	Total Ponderado
Valor Total	637.000,00	5.026.000,00	5.663.000,00

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

4.3.3.Valor médio da proposta

Relativamente ao valor médio da proposta de financiamento verificamos que na plataforma *Clicinvest* é de € 23.592,59, um pouco superior ao identificado na plataforma *Raize*, que é de € 17.212,23. Em termos globais, trabalhando uma média ponderada, verificamos que o valor médio das propostas de financiamento é de € 17.930,01.

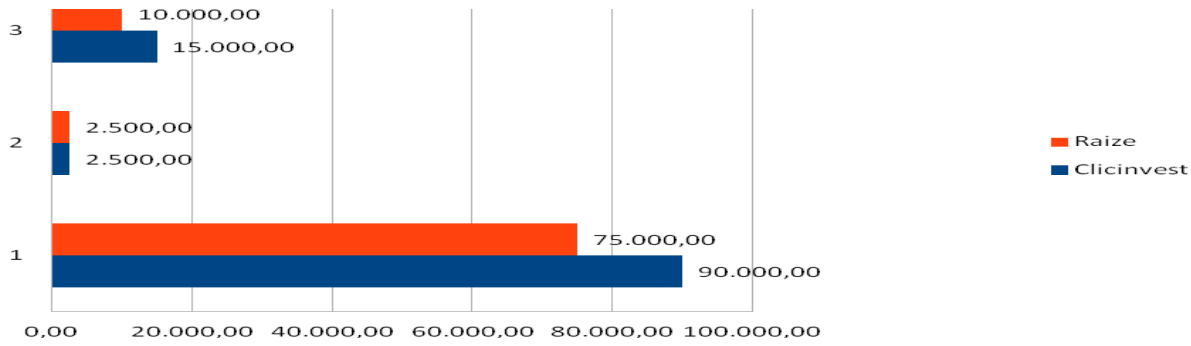
6 - Gráfico relativo a valor médio do financiamento (unid.:€)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A análise dos dados permite concluir que existe alguma similaridade no que respeita a estatísticas descritivas, sendo que o montante mínimo das propostas de financiamento é de € 2.500,00 em ambas as plataformas. O montante máximo das propostas tem uma diferença pequena, sendo que a proposta mais elevada na plataforma *Raize* é de € 75.000,00 e na plataforma *Clicinvest* é de € 75.000,00. A Moda apresenta também uma proximidade significativa sendo que é € 10.000,00 na *Raize* e € 15.000,00 na *Clicinvest*.

7 - Dados Estatísticos da Proposta de Financiamento (unid.:€)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo 1.Máximo 2.Mínimo 3.Moda

4.3.4.Distribuição Geográfica

Um dos critérios mais relevantes nesta análise, relaciona-se com a verificação da origem geográfica dos *Fundraisers* visto que, a acessibilidade à fonte de financiamento, é um dos aspetos distintivos, que eventualmente constitui uma vantagem competitiva face às fontes de financiamento tradicional.

6 - Quadro resumo de distribuição geográfica dos *Fundraisers* (valores absolutos)

	Clicinvest	Raize	Total
Minho e Douro Litoral	6	91	97
Trás-os-Montes e Alto Douro	3	6	9
Beira Litoral	4	37	41
Beira Interior	0	15	15
Estremadura e Ribatejo	1	80	81
Lisboa	10	36	46
Alentejo	1	9	10
Algarve	1	8	9
Açores	1	8	9
Madeira	0	2	2
	27	292	319

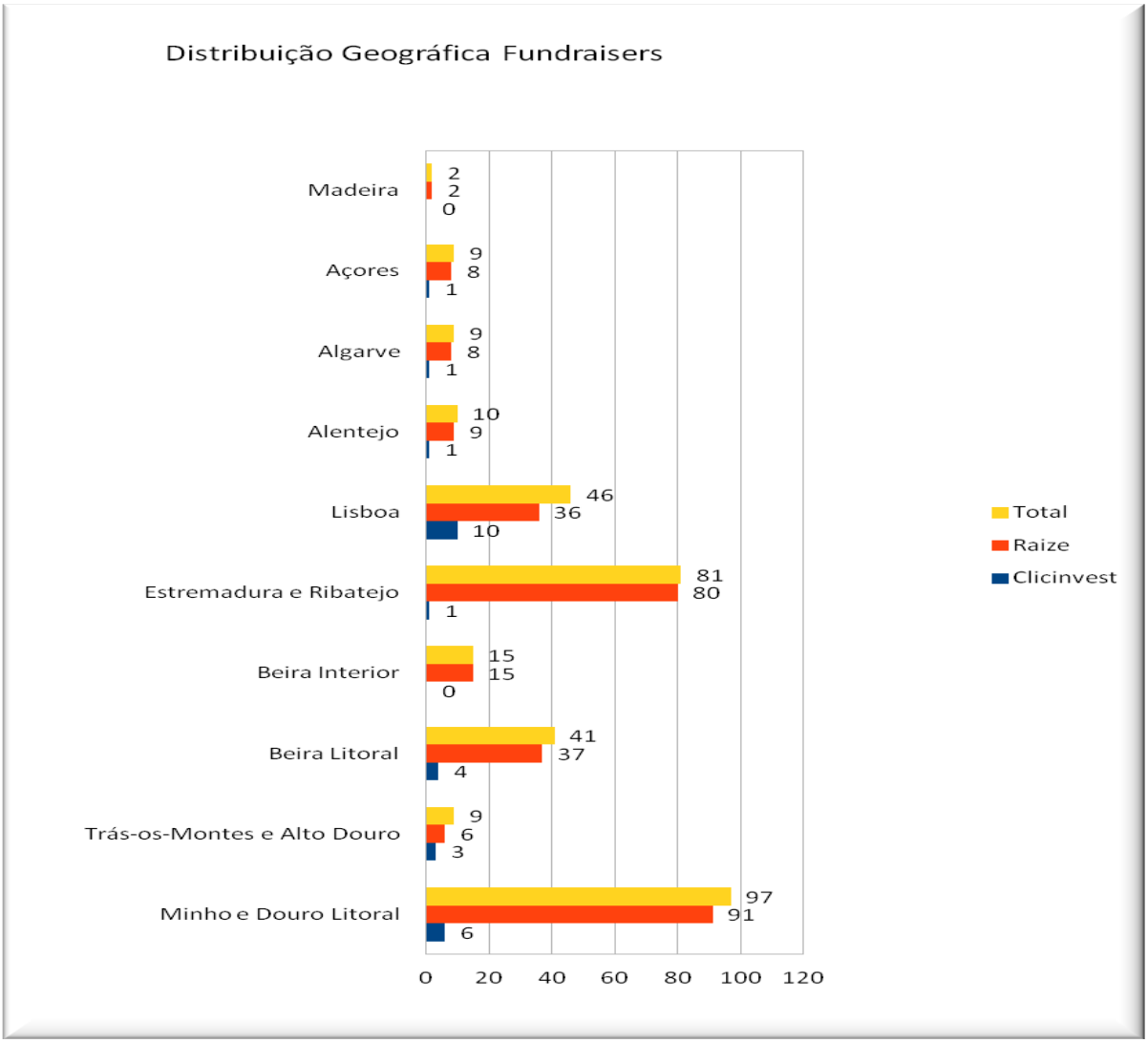
Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Apresentamos um critério de distribuição conforme identificado nas tabelas anteriores, de modo a tornar possível a consideração agrupada dos dados. Esta classificação utilizada pela plataforma *Raize* e adaptada para a plataforma *Clicinvest*, permite concluir que não existe uma distribuição geográfica uniforme entre as duas plataformas.

Face à diferença do volume de propostas entre as duas plataformas verifica-se obviamente que a distribuição agregada é similar à evidenciada pela plataforma *Raize*.

Os promotores da *Clicinvest* situam-se maioritariamente em Lisboa (37,04%), seguida de Minho e Douro Litoral (22,22%) que inclui a região do Porto. Identifica-se ainda uma representação significativa na Beira Litoral (14,81%).

8 - Gráfico relativo a distribuição geográfica



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

14 - Quadro resumo de distribuição geográfica relativa dos *Fundraisers* (unid.: percentagem)

	Clicinvest	Raize	Total
Minho e Douro Litoral	22,22%	31,16%	30,41%
Trás-os-Montes e Alto Douro	11,11%	2,05%	2,82%
Beira Litoral	14,81%	12,67%	12,85%
Beira Interior	0%	5,14%	4,70%
Estremadura e Ribatejo	3,70%	27,40%	25,39%
Lisboa	37,04%	12,33%	14,42%
Alentejo	3,70%	3,08%	3,13%
Algarve	3,70%	2,74%	2,82%
Açores	3,70%	2,74%	2,82%
Madeira	0%	0,68%	0,63%
	100%	100%	100%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

No caso da plataforma *Raize*, verificamos que o maior número de promotores se encontra sediado na região do Minho e Douro Litoral (31,16%), seguida das regiões Estremadura e Ribatejo (27,40%) e Beira Litoral (12,67%).

A nível agrupado, as regiões menos representadas são no sul do país, Alentejo (2,82%) e Algarve (2,82%) bem como as ilhas, Açores (2,82%) e Madeira (0,63%).

4.3.5.Prazo do Empréstimo

Quanto ao prazo do empréstimo, não se identificam diferenças assinaláveis, face ao recurso a diferentes plataformas.

15 - Quadro resumo da análise estatística do prazo do empréstimo (unid.: meses)

	Clicinvest	Raize	Total Ponderado
Média	25,11	23,28	23,43
Máximo	36	48	48
Mínimo	6	6	6
Moda	36	24	24

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A média ponderada do prazo apresentado nas propostas de financiamento é de 23,43 meses, sendo que a média da plataforma *Clicinvest* é de 25.11 e na *Raize* é de 23,28 meses.

O máximo apresenta uma variação pouco significativa, sendo que é de 48 meses na *Raize* e 36 meses na *Clicinvest*. O prazo mínimo é idêntico em ambas as plataformas (6 meses).

A expressão da Moda revela correspondência a 36 meses no caso da *Clicinvest* e a 24 meses na plataforma *Raize*.

4.3.6.Taxa de Juro

A taxa de juro que recompensa o investidor é muito variável de proposta para proposta de acordo com o nível de risco associado. Naturalmente quando o risco é mais elevado a taxa é mais benéfica para o investidor.

7 - Quadro dados estatísticos relativo a taxa de juro (unidade: percentagem)

	Clicinvest	*Raize*	Total Ponderado
Média	4,95	7,31	7,11
Máximo	9,25	11,17	11,17
Mínimo	3	3	3
Moda	4	6	6

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A análise dos dados permite concluir que a plataforma *Raize* apresenta uma estratégia menos conservadora e, por isso, proporciona uma taxa em média superior, sendo de 7,31%, enquanto a taxa média proporcionada pela *Clicinvest* é de 4.95%. Verificamos no entanto uma grande amplitude de variação quanto à taxa sendo que a máxima na *Clicinvest* é de 9,25% e na *Raize* chegou a alcançar os 11,17%. A taxa mínima é de 3%, igual em ambos os casos. Quanto à Moda, verifica-se que o valor da taxa mais representado é de 4% na *Clicinvest* e de 6% na *Raize*.

4.3.7.Notação de Risco

A notação de risco tem de ser analisada em separado pois as plataformas optam por apresentar critérios distintos. A *Clicinvest*, tal como antes referimos, opta por uma classificação de 1 a 10, sendo o nível 10 o que corresponde a uma melhor remuneração do investimento e simultaneamente um maior risco.

O valor médio é de 5,48, verificando-se um mínimo de 4 e um máximo de 7.

A moda corresponde a um nível de risco de 6.

8 - Quadro relativo a Notação de Risco - *Clicinvest*

Média	5,48
Máximo	7
Mínimo	4
Moda	6

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A plataforma *Raize* adota uma notação de risco equivalente à utilizada por diversas agências de notação de risco internacionais, utilizando uma escala de "A" a "C". A distribuição das propostas nesta escala, revela que 26,03% das propostas apresentam um nível de risco classificado de B-, sendo que os níveis centrais da escala (B- e B) representam quase 50% dos casos (43,15%).

9 - Quadro relativo a Notação de Risco – *Raize*

A	10	3,42%
B+	61	20,89%
B	50	17,12%
B-	76	26,03%
C+	37	12,67%
C	58	19,86%
Total	292	100%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

4.3.8.Número de investidores

O histórico do número de ofertas por projeto não é partilhado publicamente pela plataforma *Clicinvest*, sendo que a análise apresentada, se refere apenas aos resultados da plataforma *Raize*.

Os dados recolhidos permitem concluir que mais de metade das propostas (61,98% = 35.27% + 26,71%) são subscritas por um número de investidores superior a 100 e inferior a

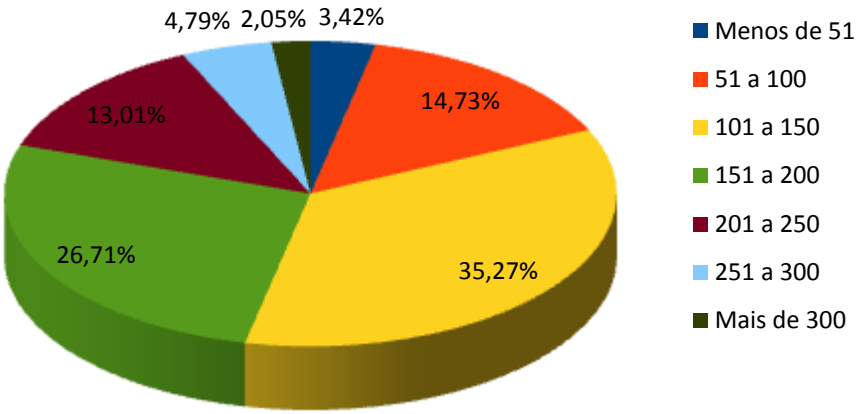
10 - Quadro relativo a número de ofertas - *Raize*

Menos de 51	10	3,42%
51 a 100	43	14,73%
101 a 150	103	35,27%
151 a 200	78	26,71%
201 a 250	38	13,01%
251 a 300	14	4,79%
Mais de 300	6	2,05%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

201. A recolha da informação permitiu verificar que a tendência para mais subscritores por proposta tem vindo a acentuar-se sendo que as propostas com menos de 100 investidores se situam em momento inicial de lançamento do projeto da plataforma.

9 - Gráfico relativo a número de investidores por proposta (unid.:percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

4.3.9.Experiência Profissional

Na avaliação dos anos de atividade dos *Fundraisers*, optámos por agrupar numa mesma classe, todas as situações que correspondiam a mais de 12 anos.

Categorizamos assim neste grupo, todos as entidades que obtiveram experiência profissional antes da crise de 2008. Este grupo representa 39,5% do total de entidades.

A classe seguinte (de 10 a 12 anos), corresponde a entidades que se formaram no preciso momento em que eclodiu a crise a nível mundial e que por isso, sofreram de imediato

restruturações de estratégia face ao plano de investimento que provavelmente teriam já estruturado.

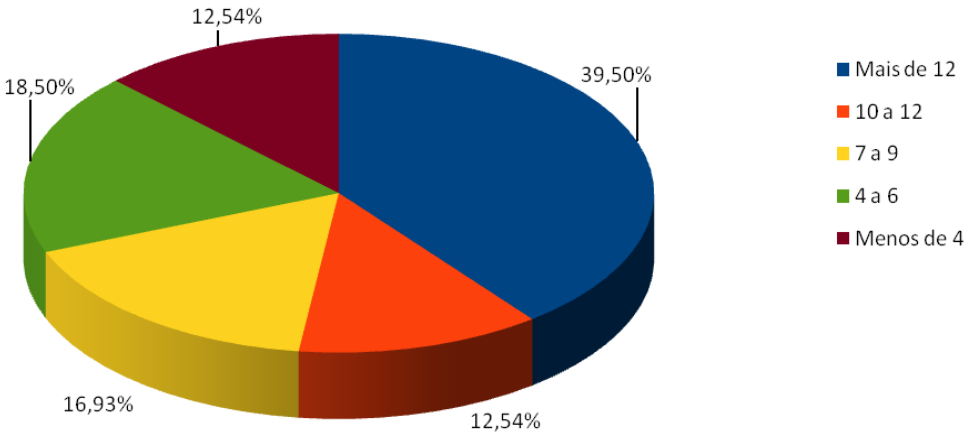
20 - Quadro resumo geral de anos de atividade (unid.: percentagem)

Mais de 12 anos	39,5%
10 a 12 anos	12,54%
7 a 9 anos	16,93%
4 a 6 anos	18,5%
Menos de 4 anos	12,54%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Encontramos uma representação de 12.54%. As duas classes imediatamente posteriores (4 a 6 e 7 a 9), correspondem a entidades cujo projeto arrancou já no contexto de crise e que, naturalmente, já previram um desenho de estratégias alternativas de financiamento. Por último, encontramos um grupo que representa 12,54%, constituído por empresas com menos de 4 anos de experiência (mais de 2 obrigatoriamente, pois as regras excluem entidades com menos de 2 anos da possibilidade de integrarem um processo de financiamento colaborativo de base empréstimo).

10 - Gráfico relativo a anos de atividade dos *Fundraisers* (unid.:percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A análise de cada uma das plataformas quanto ao critério dos anos de atividade profissional do *Fundraiser*, permite concluir que a classe mais representada em ambos os casos é a que

congrega entidades com mais de 12 anos. A diferença de método utilizado na seleção das entidades aprovadas e/ou eventualmente a estratégia comercial de captação de empresas para o projeto, serão responsáveis pela diferença na representatividade de empresas até 6 anos de exercício, pelo que se verifica que no caso da *Raize* corresponde a 31.85% enquanto na *Clicinvest* representa apenas 22,22%.

21 - Quadro resumo de anos de atividade

	Clicinvest		***Raize***	
Mais de 12 anos	14	51,85%	112	38,36%
10 a 12 anos	4	14,81%	36	12,33%
7 a 9 anos	3	11,11%	51	17,47%
4 a 6 anos	2	7,41%	57	19,52%
Menos de 4 anos	4	14,81%	36	12,33%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

4.3.10.Motivo do Financiamento

O motivo gerador do pedido de financiamento é sempre apresentado no momento de divulgação da proposta ao potencial investidor. Verificamos no entanto, que uma vez completado o processo de angariação, quando o processo passa à fase de reembolso, não são partilhadas todas as informações, pelo que o histórico da plataforma *Raize* não contempla o motivo original da proposta.

22 - Quadro resumo de motivo do empréstimo - *Clicinvest*

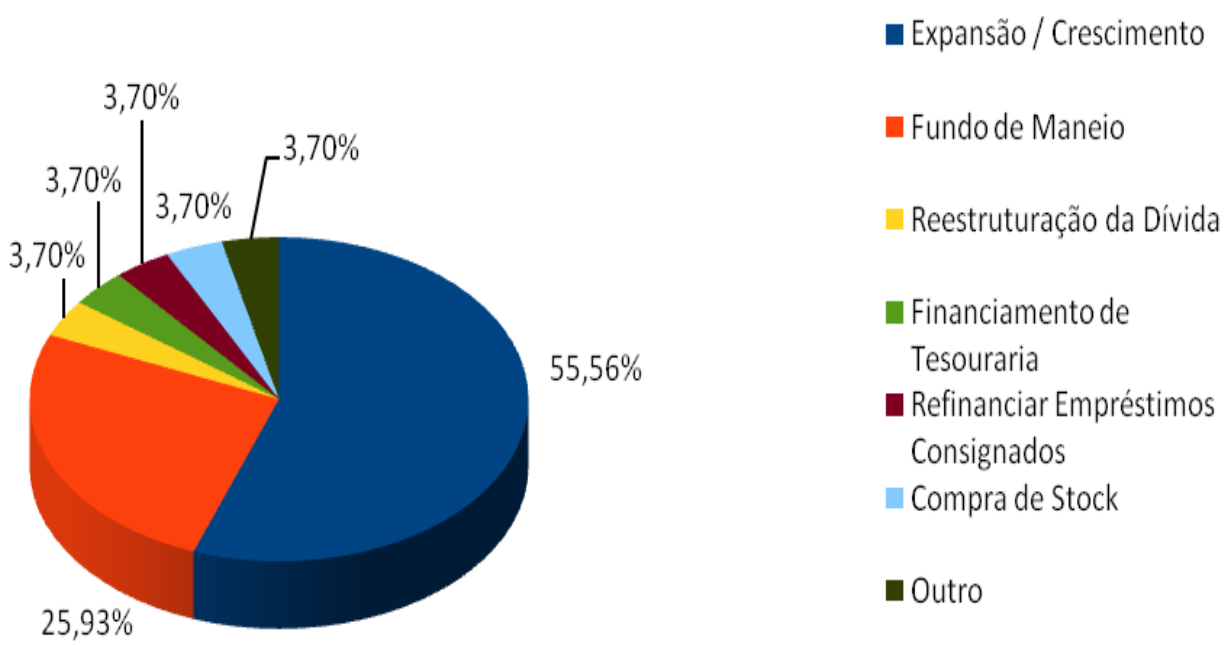
Expansão / Crescimento	15	56%
Fundo de Maneio	7	26%
Reestruturação da Dívida	1	4%
Financiamento de Tesouraria	1	4%
Refinanciar Empréstimos Consignados	1	4%
Compra de Stock	1	4%
Outro	1	4%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

Sendo que consideramos este aspeto essencial para compreender o perfil do *Fundraiser*, detivemo-nos na análise dos dados da *Clicinvest*, ressalvando no entanto que as conclusões deverão conter reservas, face ao reduzido volume de casos estudados.

O motivo predominante nas propostas de financiamento relaciona-se com projetos de expansão e crescimento da atividade (55,56%). As necessidades de fundo de maneio são a razão de 25,93% das propostas. Finalmente surgem diversos motivos com pouca representatividade (3,70%) como o caso de reestruturação da dívida, financiamento de tesouraria, compra de *stock* e refinanciamento de empréstimos consignados.

11 - Gráfico relativo a Motivo do Financiamento (unid.:percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

4.3.11.Receita

A classificação quanto ao volume de receita, não é partilhado publicamente no histórico da plataforma *Clicinvest*. No entanto, e sendo que 91,4% do universo corresponde a entidades que submeteram propostas de financiamento através da plataforma *Raize*, torna-se pertinente a análise deste critério.

Cerca de metade das entidades (44%), encontra-se numa classe de volume de receita entre €100.000,00 e €350.000,00. A classe com menos representação é a de empresas com volume de receita superior a €1.500.000,00 (5%).

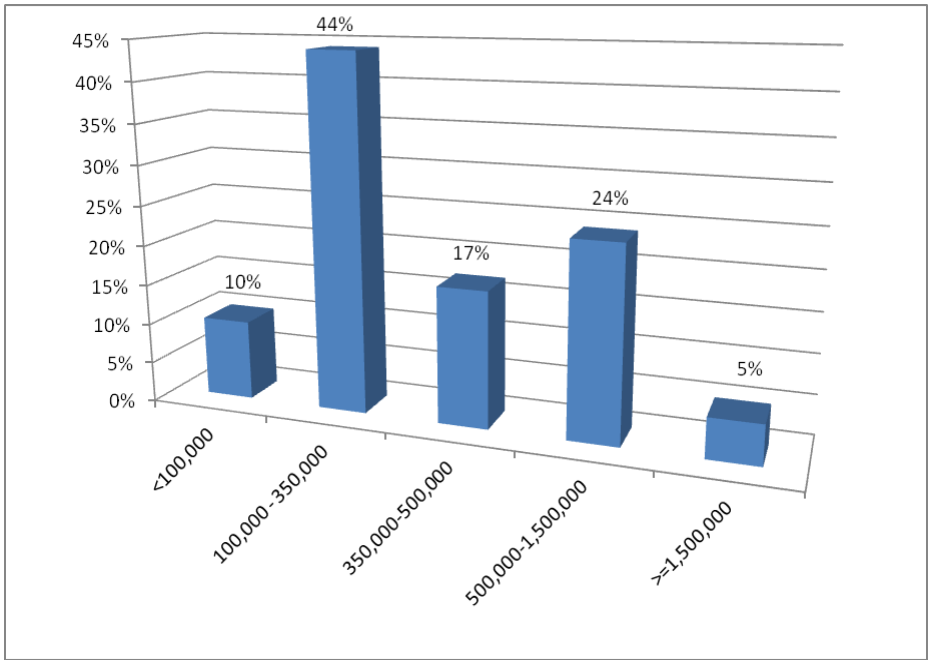
11 – Quadro relativo a Receita – *Raize*

< 100.000,00 €	30	10%
100.000,00 € a 350.000,00 €	128	44%
350.000,00 € a 500.000,00 €	50	17%
500.000,00 € a 1.500.000,00 €	70	24%
>1.500.000,00 €	14	5%
Total	292	100%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A análise detalhada permite concluir que 85% das entidades que apresentam propostas de financiamento por via da plataforma *Raize* têm um volume de receitas entre €100.000,00 e €1.499.99.

12 - Gráfico Receita – *Raize* (unid.: euro/percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

4.3.12.Ativo

A análise do Ativo das entidades torna-se apenas possível para o universo de entidades que recorreram à plataforma *Raize*.

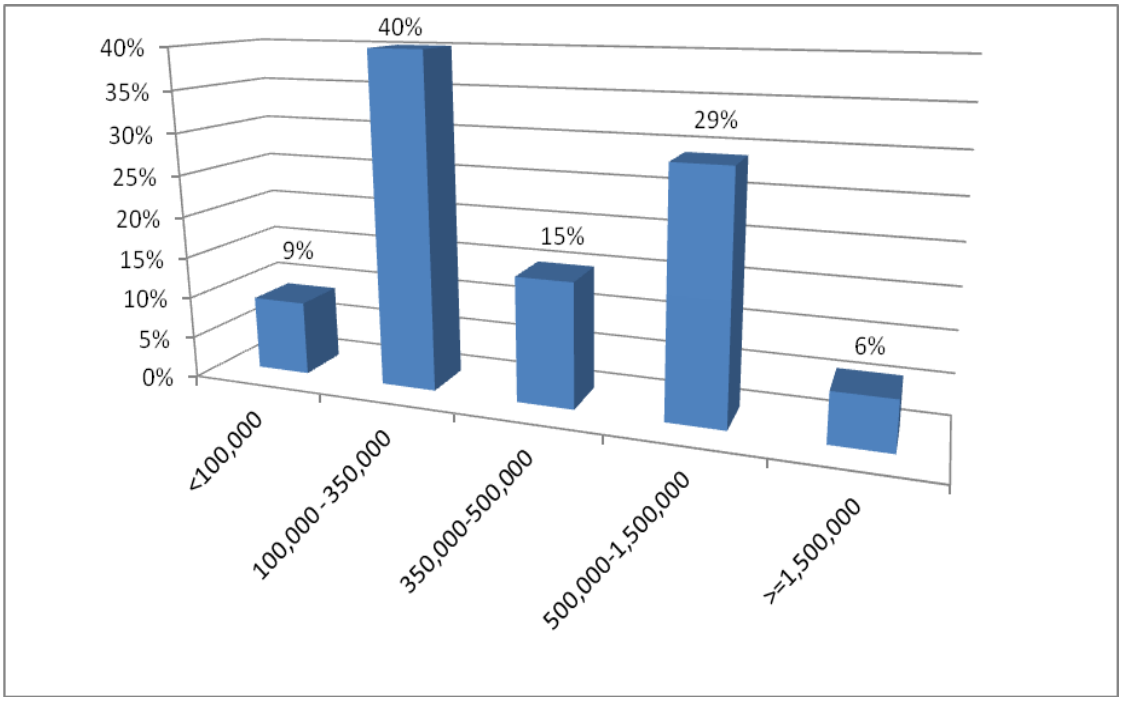
12 - Quadro resumo relativo ao Ativo - *Raize*

<100.000,00 €	26	9%
100.000,00 € a 350.000,00 €	118	40%
350.000,00 € a 500.000,00 €	45	15%
500.000,00 € a 1.500.000,00	85	29%
>1.500.000,00 €	18	6%
Total	292	100%

Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

A distribuição é muito similar à apresentada na análise da receita. A classe mais representada é a correspondente a entidades com Ativo valorizado entre €100.000,00 e €350.000,00. Entre os €100.000,00 e os €1.500.000,00 encontram-se 84% das entidades estudadas.

13 - Gráfico -Valorização do Ativo – *Raize* (unid.: euro/percentagem)



Fonte: Dados recolhidos no presente estudo

5. Conclusões

5.1.Resumo das conclusões

A 20 de Outubro de 2017, a rede europeia de *Crowdfunding*, publicou a terceira revisão abrangente dos quadros regulamentares europeus, norte-americano e israelita. O relatório fornece uma visão geral das interpretações legais, e da abordagem regulamentar actual dos modelos de *Equity* e *P2P*, *Crowdlending* (Eurocrowd, 2017).

A constatação deste facto, a crescente abordagem dos *media* e, a constatação de que um meio de financiamento relativamente pequeno, revela um crescimento muito significativo (Mollick, 2014), justifica o desenvolvimento e a pertinência do presente trabalho.

A nossa proposta de trabalho procurou determinar a origem do *Crowdlending*, compreender a atividade desenvolvida pelas plataformas portuguesas e definir o perfil dos *early fundraisers*.

O cumprimento do primeiro objetivo justificou a consulta de diversas obras, publicações, teses e outros trabalhos de investigação. O facto de ser um fenómeno recente, proporcionou o acesso a informação publicada fundamentalmente nos últimos três anos. Constatámos no entanto que, no que respeita ao conteúdo da informação, ele se revelou muito superficial em diversas fontes, limitando-se a apresentar características base do conceito.

As raízes do conceito assentam no modelo de *Crowdsourcing*, no momento em que as empresas reconheceram os benefícios de envolver os seus próprios consumidores na definição da sua orientação empresarial. Sendo prática assente já na vida de Mozart e Beethoven (Hemer, 2011), no conceito de microcrédito de Muhammad Yunus (Morduck, 1999), foi utilizada exemplarmente numa ação conjunta entre França e Estados Unidos da América no final do século XIX, na construção da Estátua da Liberdade. A divulgação que na altura se centrou na imprensa, desenvolveu-se drasticamente quando surgiram condições para adaptar o modelo a plataformas digitais, como forma de captação de capital de diversos indivíduos (Agrawal, 2011).

A evolução do conceito está intimamente ligada ao desenvolvimento das novas tecnologias de comunicação. Foi nos Estados Unidos da América que terá surgido o primeiro surto significativo de *Crowdfunding*, o qual em menos de 5 anos, captou cerca de mil milhões de dólares (Koren, 2011).

A pesquisa efetuada conduziu-nos à caracterização dos diversos modelos, dos elementos essenciais e dos diferentes modos de viabilização das propostas apresentadas. Nesta mesma perspetiva, procurámos caracterizar os aspetos essenciais da legislação, em particular dos avanços da regulamentação a nível nacional.

Concluímos a importância de regular e articular os preceitos legais com os restantes países europeus, como forma de propiciar o desenvolvimento harmonioso da atividade.

O segundo objetivo do presente estudo impôs a análise profunda das plataformas de *Crowdlending* que operam em Portugal. Este processo envolveu o contacto com os principais responsáveis de cada uma das plataformas. O funcionamento e operacionalidade das plataformas, implicou a análise das informações disponibilizadas *online*, as quais se revelaram muito claras, completas e intuitivas.

O terceiro objetivo, impôs-nos a definição do perfil dos *Early Fundraisers*, pioneiros na adesão ao processo de obtenção de financiamento por via de plataforma informática, com as características do sistema de financiamento colaborativo de base empréstimo, na realidade nacional, no momento em que o respetivo processo legislativo se encontra num impasse. Para o efeito, recorremos à análise dos dados públicos das duas plataformas em apreço, efetuámos uma consulta à base de dados de depósito de contas das empresas da responsabilidade do Instituto dos Registos e do Notariado e tivemos oportunidade de esclarecer algumas questões com o responsável de uma das plataformas estudadas.

Dado o reduzido volume de entidades que constitui o universo estudado, optámos por orientar o trabalho numa abordagem que incluiu todas as empresas financiadas. Por vezes, face à verificação de que as plataformas não apresentam os mesmos critérios, vimo-nos forçados a proceder a um estudo individualizado das informações de cada plataforma.

Após a recolha da informação sobre *Fundraisers* disponibilizada publicamente, por cada uma das plataformas, os dados foram trabalhados individualmente com base na ferramenta informática Excel e, numa fase posterior, procedemos à confrontação das duas realidades, na perspectiva de apresentar totais agregados em cada um dos critérios de análise. Os dados foram ponderados em função da diferente representação relativa a cada plataforma.

A constatação de que a atividade da plataforma *Clicinvest* é muito recente, apenas de 12 meses, impôs-nos uma reserva óbvia na interpretação dos resultados, por respeitarem um volume reduzido de entidades.

O universo de 319 entidades, inclui situações relativas a empréstimos que se encontram em atraso quanto a cumprimento dos reembolsos e outras, com empréstimos já concluídos. Face à reduzida expressão destes casos, optámos por considerá-los sempre na presente análise. As entidades excluídas pelas próprias plataformas, foram desde logo desconsideradas no presente estudo.

Assinalámos que o modelo de financiamento colaborativo de base empréstimo já proporcionou a angariação de mais de 5 milhões de euros, facto que demonstra que constitui um fenómeno relevante, e demonstra que existe disponibilidade dos investidores para propiciar o aparecimento de formas alternativas de financiamento à economia e especificamente, às empresas.

O valor médio captado por cada entidade é de € 17.930,00, sendo que as propostas variam entre € 10.000,00 e € 90.000,00.

Os *Early Fundraisers* surgem em diversas regiões do país sendo que tal facto reforça a ideia de que o *Crowdlending* é facilitado pela operacionalidade baseada em plataforma informática funcionando via *web*.

Embora ambas as plataformas sejam sediadas em Lisboa, verificámos que os *Fundraisers* são fundamentalmente originários das regiões Minho e Alto Douro e Estremadura e Ribatejo. As empresas da região de Lisboa traduzem uma percentagem de apenas 14,42% do universo de entidades promotoras.

Quanto ao prazo identificámos um valor médio correspondente a 23,43 meses, sugerindo que um período de aproximadamente 2 anos é o prazo com que os *Fundraisers* se sentem confortáveis para proceder ao reembolso do financiamento obtido.

Os promotores beneficiam de um processo muito célere e facilitado no acesso ao crédito sendo que a eventual poupança alcançada é devolvida aos investidores por via de reembolso a uma taxa média muito atrativa (7,11%).

Ao aderir a esta fórmula de obtenção de financiamento, os promotores têm de respeitar determinados critérios os quais tivemos oportunidade de descrever. Após aprovação, é-lhes atribuída uma notação de risco de acordo com o seu historial, capacidade de cumprimento dos pagamentos, estrutura financeira e montante da proposta. O critério utilizado não é comum às duas plataformas. Na plataforma *Clicinvest* a notação média é de 5,48 numa escala de "1" a "10". Na plataforma *Raize*, as notações mais representadas correspondem a "B" e "B-" que agregadas, correspondem a 43,15%.

O número de ofertas por proposta não permite por si só concluir qualquer informação especificamente caracterizadora do perfil do *Fundraiser*. A análise evidenciou no entanto um dado importante relacionado com a tendência crescente do número de participantes por proposta. Verificámos que 61,98% das propostas envolvem um volume de considerável de investidores (entre100 e 200 participantes).

Uma análise que se mostra muito relevante para a definição do perfil do *Early Fundraisers*, é o apuramento do nível de experiência profissional adquirido. Como critério, utilizámos os anos de atividade das empresas em causa. Como o processo de *Crowdlending* é recente, considerámos um nível de maturidade empresarial para experiência superior a 12 anos e agrupámos todas as entidades que excediam esse limite (39,5%). O conjunto de entidades com 4 a 9 anos de atividade representa 35,43%.

A razão do empréstimo é referência obrigatória no momento de sujeição da proposta. Não tendo sido possível aceder ao histórico deste critério na plataforma *Raize*, optámos por analisar os dados recolhidos da plataforma *Clicinvest* conscientes desde logo, de que as conclusões poderão não ser representativas do universo de 318 empresas, face à reduzida dimensão da amostra. Os resultados revelam uma predominância assinalável relativamente aos motivos relacionados com expansão e crescimento. Identificámos ainda a necessidade de fundo maneio como motivo evocado por 26% das entidades.

Pareceu-nos importante também avaliar os *Early Fundraisers* face ao critério de volume de receita da sua atividade. Verificámos que cerca de metade do universo da *Raize* (44%), apresenta receitas enquadradas no intervalo de €100,000,00 a € 350.000,00.

A análise da estrutura da própria entidade, efetuada com base na interpretação do Balanço e apuramento do valor do Ativo, proporcionou a constatação de que a distribuição é muito

semelhante à identificada no volume de receita anteriormente observado, sendo que a classe mais representada é a que se refere a entidades cujo Ativo é valorizado no intervalo entre €100.000,00 e €350.000,00.

Os resultados apresentados permitem caracterizar de modo muito claro o perfil dos Early Fundraisers, das plataformas portuguesas. No entanto, partindo de uma análise de um universo tão diminuto, eventualmente existirão determinados aspetos relacionados com a influência e estratégia adotada por cada uma das plataformas, que tenham sido decisivas na atração dos primeiros projetos.

5.2.Limitações

O estudo foi desenvolvido com base na recolha de informação sobre uma amostra de reduzida dimensão, o que potencia a extração de conclusões potencialmente não relevantes e significativas.

Quanto à informação e documentação de suporte, ressalva-se a existência de poucos estudos, nomeadamente na área de *Crowdlending*, situação que se justifica por se tratar de um fenómeno recente em Portugal.

5.3.Sugestões de investigação adicional

Verificamos que existem diversos dados, que pela reduzida dimensão do universo, não traduzem uma tendência clara e expressiva, pelo que se sugere a repetição do estudo. Tal procedimento, permitirá confrontar os resultados de um maior volume de utilizadores e simultaneamente, apurar o nível de evolução na adesão ao fenómeno.

Na medida da existência de um número mais elevado de propostas de financiamento, tornar-se-á também possível efetuar uma análise menos generalista, e procurar respostas para questões mais específicas sobre o processo.

Será interessante proceder a uma análise comparativa das duas plataformas sob os mesmos critérios, a fim de identificar os pontos de convergência e eventuais vantagens competitivas.

Será interessante, também, orientar o estudo em função da vertente investidor, a fim de compreender os motivos que levam um particular, a optar por uma ou outra proposta de financiamento entre a diversidade de opções que lhe são disponibilizadas.

6. Bibliografia

Agrawal, A. (2011). *The Geography of Crowdfunding*

Working paper 16820, Fevereiro, National Bureau of Economic Research

Agrawal, A., Catalini, C. and Golfarb, A. (2015). *Crowdfunding: Geography, Social Networks and the Timing of Investment Decisions*

Journal of Economics and Management Strategy, 24(2), 253-274

Agrawal, A., Catalini, C. and Golfarb, A. (2011). *The Geography of Crowdfunding*

SSRN Electronic Journal, National Bureau of Economic Research

Obtido a 20 de Outubro de 2016 de http://www.nber.org/papers/w16820.pdf

Ahlers, G. K., Cumming, D., Günther, C. and Schweiser, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding

Entrepreneurship Theory and Practice, 2-37

Alves, M.O. e Bursztyn, M. (2009). Raízes e Prática da Economia Solidária: articulando economia plural e dádiva numa experiência do Ceará, Revista Económica do Nordeste, Volume 40, nº3, pág. 587-603, Julho - Setembro

Amaral, L. (2010). *Economia Portuguesa, As últimas décadas*

Edição FFMS

Antronopoulos, A. (2015). *Mastering Bitcoin: Unlocking Digital Cryptocurrencies*

M. Yarbrough, Ed., O´Reilly Media Inc.

Banha, F. (2011). *Visita de Sua Excelência o Presidente da República aos EUA*

Obtido a 1 de Dezembro de 2016 de http://franciscobanha.com/2011/11/28/visita-de-sua-excelencia-o-presidente-da-republica-aos-eua/

Barros, Hélio (2014). *Análise de Projectos de Investimento*,

5ª Edição, Edições Sílabo, Lda.

Belleflamme, P. Lambert, T. & Schwienbacher, A. (2013). *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*

Journal of Business Venturing

Bernardo, D. G. (2015). Dissertação de Mestrado – *Instrumentos de Financiamento para PME*

Lisbon School of Economics & Management, ISEG, Universidade de Lisboa

Boutin, P. (2006). *Crowdsourcing: Consumers as Creators*

Business Week, Julho 2006

Brabham, D. (2011). *Crowdsourcing: A model for leveraging online communities*

The routledge handbook of participatory cultures, University of North Carolina

Brabham, D. (2010). *Moving the crowd at threadless*

Information, Communication and Society, 13:8, 1122-1145

Bradford, C. S. (2012). *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*

Columbia, Business Law Review

Burkett, E. (2011). *Crowdfunding Exemption – Online Investment Crowdfunding and US Securities Regulation* The Tenesse Journal of Business Law, 13, 63-106

Burtch, G., Ghose, A. and Wattal, S. (2013). *An Empirical Examination of the antecedents and consequences of investment patterns in crowd-funded markets*

Obtido a 3 de Janeiro de 2017 de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cmf?abstract_id=1928168

Carmody, T. (2013). *Money 3.0: How Bitcoins May Change the Global Economy*

Obtido a 6 de Outubro de 2016, de National Geographic: http://www.news.nationalgeographic.com/news/2013/10/131014-bitcoins-silk-road-virtual-currencies-internet-money/

Carvalho, R. M. (2014). *Parcerias: Como criar valor com a Internacionalização*

Bnomics, 3ª Edição

Carvalho, R. M. (2014), *A Força das Coisas, Diário de um Futuro Lusófono*

Bnomics, 1ª Edição

Carvalho, R. M. (2011). *Compreender + África*

Temas e Debates, Círculo de Leitores, 2ª Edição

Canadian Media Fund (2012). *Crowdfunding in a Canadian Context: Exploring the Potential of Crowdfunding in the Creative Contend Industries*

Obtido a 12 de Fevereiro de 2017 de

http://www.cmf-fmc.ca/documents/files/about/publications/CMF- Crowdfunding-Study.pdf

Cavaleiro, Diogo (2017) – *Banca e Supervisão querem regras comuns para Fintech*

In Jornal de Negócios, 30 de Novembro de 2017, pag.29

Chesbrough, H. W. (2003). *Open Innovation: The new imperative for creating and profiting from technology*

Harvard Business Press

Clotfelter, C. (2002). *The Economics of Giving*

National Commission on Philanthropy and Civic Renewal, Washington p. 31-55

Collins, L. and Pierrakis, Y. (2012). *The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business*Nesta.org.uk

Cortese, A, (2011). *Pennies from Many*, New York Times

Obtido a 5 de Outubro de 2016 de

http://www.nytimes.com/2011/09/26/opinion/a-proposal-to-allow-small-private-companies-to-get-investors-online.html?_r=2&adxnnl=1&adxnnlx=1317044524-UaF+xOX5/6Cbr6Y5lsDUag

Costa, A. R. (2016) *Democrarizar o Financiamento*

Negócios e Franchising, nº 108, Dezembro 2016 / Janeiro 2017, pág. 18-28

Correia, Guilherme (201t), Bitcoin: As inconsistências do modelo, Dissertação de Mestrado submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Gestão, ISG

Cumming, D. and Johan, S. (2014). *Venture Capital and Private Equity Contracting*

Burlington, Academic Press (Elsevier)

De Buysere, K. (2012). *A Framework for European Crowdfunding*

Best Practices of Public Support for early-stage equity finance, European Comission

Dell, K. (2008). *Times Magazine*

Obtido a 1 de Dezembro de 2016 de

http://spannerfilms.net/review/crowdfunding

De Ven, J. (2000). *The Economics of the Gift*

Discussion paper 68, Tilburg University Center for Economic Research

EURADA (2011). *Bielska Biala Declaration*

Obtido a 8 de Dezembro de 2016 de

http://www.eurada.org/site/files/Bielsko-Biala%20Declaration.pdf

Eurocrowd (2017) *Review of Crowdfunding Regultion 2017*

Obtido a 26 de Outubro de 2017 de

http://eurocrowd.org/2017/10/26/ecn-review-crowdfunding-regulation-2017/

Ferreira, E. (2017) *Fórum da Banca 2017*

In Jornal de Negócios, Novembro 2017

Gerber, Elizabeth M. (2011). *Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms*

Northwestern University Creative Action Lab, Sheridan Drive, Evanston

Heffernan, S., Fu, Xiaolan and Fu, Xiaoqing (2013). *Financial Innovation in the UK*, Applied Economics, pp 3400-3411, Routledge Publisher

Hemer, J. (2011). *A Snapshot on Crowdfunding*

Working Paper R2/2011, Fraunhofer, ISI – Institute for Systems and Innovation Research

Howe, J. (2008)**.** *Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd is Driving the Future of Business*

Crowd Business, Nova Iorque

Howe, J. (2006). *The Rise of Crowdsourcing*

Obtido a 4 de Setembro de 2016 de http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html

Kappel, T. (2008)**.** *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A model for the US,* Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review, 29, 375

Kleemann, F., Günther, G. & Rieder, K. (2008). *Un(der) Paid Innovators: The commercial utilization of consumer work through Crowdsourcing*

Science, Technology & Innovation Studies, vol. 4, nº1, Julho 2008, 1-22

Koren, G. (2011). *Smartmoney*

Obtido a 8 de Dezembro de 2016 de http://www.smartmoney.nl/?p=671

Kornish, L. (2012). *Crowdsourcing Innovation: How to make sure you spot the best ideas.* Fastcocreat

Kuhn, Thomas (1970). *The Structure of Scientific Revolutions*

7ª Edição – 2003 – São Paulo, Brasil

Kuppuswamy, V. and Bayus, B.I. (2013). *Crowdfunding creative ideas: The dynamics of project backers in Kickstarter* SSRN Electronic Journal

Lakhani, K. R. (2007). *The Value of Openness in Scientific Problem Solving*

Harvard Business School, Working Paper 07-050

Lambert, T. and Schwienbacher (2010). *Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective*

Digital Business Models: Understanding Strategies, Paris, pág. 25-26

Lange (1959). *Moderna Economia Política*

Rio de Janeiro, Editora Fundo de Cultura

Lawton, K. (2011). *Crowdfunding´s Fraud Bogeyman*

Obtido a 22 de Dezembro de 2016 de http://www.huffingtonpost.com/Kevin-Lawton/crowdfunding-fraud-bogey_b_1119101.html

Lawton, K. & Marom, D. (2010). *The Crowdfunding Revolution*

Social Networking Meets Venture Financing, Self-Published

Lee, S. and Persson, P. (2012). *Financing from family and friends*

Working Paper, Stern School of Business, New York University

Obtido a 17 de Outubro de 2016 de

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract/id=2086625

Lehner, O.M. (2013). *Crowdfunding Social Ventures: A model and research*

Agenda, Venture Capital, 15(4), 289-311

Lei 102/2015 de 24 de Agosto(2015). *Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*

Obtido a 4 de Setembro de 2016 de http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/branqueamento/Documents/Le%20102_2015_crowdfunding.pdf

Mason, C. & Stark, M. (2004). *What do Investors look for in a Business Plan? Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels*

International Small Business Journal, 22(3), 227-248

Massolution (2012). *Crowdfunding Industry Report*

Obtido a 5 de Outubro de 2016 de http://www.crowdsourcing.org/editorial/total-global-crowdfunding-to-nearly-double-in-2012-to-3b-massolution-research-report/14287

Mckaskill, T. (2009). *An Introduction to Angel Investing*

Melbourn, Austrália, Breakthrough Publications

McKinsey (2016). *Digital Finance for Al*

Obtido a 3 de Novemdro de 2016https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved

Metrik, A. and Yasuda, A. (2010). V*enture Capital and the Finance of Innovation*

Wiley, John Wiley & Sons, Inc.

Mollick, E. (2014). *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*

Journal of Business Venturing, Vol. 29(1), P 1-16

Morduck, J. (1999). *The Microfinance Promise*

Journal of Economic Literature Vol. 37, Dezembro, P. 1569-1614

Moutinho, N. and Leite, P. (2012). *Crowdfunding: critical factors to finance a project successfully*

Master Thesis, Universidade do Porto, School of Economics and Business

Oliveira, Ana Perestrelo de (2017). *FinTech, Desafios da Tecnologia Financeira*

Edições Almedina

Oliveira, P. (2011). *Crowdfunding, Entrevista*

Obtido a 8 de Dezembro de 2016 de http://noticias.universia.pt/entrevistas/noticia/2011/09/28/872339/universia-

entrevista-organizadores-crowdfunding.pdf

Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M. and Parasuraman, A. (2011). *Crowdfunding: Transforming Customers into investors through innovative service platforms*

Journal of Service Management, 22(4), 443-470

Osterwalder, A. (2010). *Business Model Generation*

Shelf Published

Oxford University (2014). *University Dictionary*

Obtido a 4 de Novembro de 2016 de http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crowdfunding

Pagliery, J. (2012). *Construction Firms Fare Worst in Loan Crunch*

Obtido a 13 de Janeiro de 2017 de http://money.cnn.com/2012/08/15/smallbusiness/construction-loan/index.html

Parlett, M. e Hamilton, D. (1976). *Evaluation as Illumination: A new approach to the study of innovatory programs*, Sage Publications

Puente, F.R (2001). *Os sentidos do Tempo em Aristóteles*

São Paulo: Loyola, 2001

Quivy, R. e L.V. Campenhoudt (2011). *Manual de Investigação em Ciências Sociais*

Lisboa, Gradiva

Regulamento 1/2016 CMVM (2016)

Obtido a 15 de Setembro de 2016 de http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Documents/REGULAMENTO%20CMVM%201-2016.pdf

Relatório de Consulta Pública CMVM (2016)

Obtido a 15 de Setembro de 2016 de http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Relat%c3%b3rio_CP_Financiamento%20Colaborativo.pdf

Rifkin, J. (2016). *Sociedade Custo Marginal Zero: A Internet das Coisas, a Comunidade dos Bens Comuns e o Eclipse do Capitalismo*

Roquette Geraldes, Lima da Silva e Seara Cardoso (2017). *FinTech, Desafios da Tecnologia Financeira* Edições Almedina, S.A.

Schwienbacher, A. and Larralde, B. (2010). *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*

Entrepreneurial ventures in handbook of entrepreneurial finance, Oxford University Press

Steinberg, S. e De Maria, R. (2012). *The Crowdfunding Bible: How to raize money for any Start-up* Video or project, E-paperwatch.Read.me

Storey, M.A.D. (2009). *Beyond the Lone Reverse Engineer: Insourcing, Outsourcing and Crowdsourcing*

16th Working Conference on Reverse Engineering (pág. 16-36), Lille: IEEE

Toffler, A. (1980), *The Third Wave*

New York, Bantam Books

Torres, Ana (2016), Economia Digital na Fileira da Industria Gráfica: o caso da Tipografia Lousanense, Lousanense, Dissertação de Mestrado submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Gestão, ISG

Universidade de Chicago (2016). *Some Simple Economics of Crowdfunding*

Innovation, Policy and the Economy, vol. 14

Voorbraak, K. (2011). *Crowdfunding for Financing New Ventures: Consequences of the Financial Model on Operational Decisions*

Obtido a 18 de Outubro de 2016 de http://alexandria.tue.nl/extra2/afstversl/tm/Voorbraak_2011.pdf

Wang, Y. and Fesenmaier, D. (2003). *Assessing Motivation of Contribution. Online Communities: An Empirical Investigation of an Online Travel Community*

Electronic Markets, 13, p. 33.45

Wechsler, J. (2013). *Know your crowd: The drives of success in reward based crowdfunding*

Master Thesis, Julho

Willems, W. (2013). *What Characteristics of Crowdfunding platforms influence the success rate?*

Master Thesis Erasmus School of History, Culture and Communication, Roterdão

Wolf, Martin (2009), A reconstrução do Sistema financeira global, como evitar as crises financeiras do século XXI, D. Quixote

Yin, R. Y. (1994). *Case Study Research: Design and Methods*

Thousand Oaks, CA: Sage Publications

6.1.Plataformas Consultadas

Babyloan: https://www.babyloan.org/fr/

BoaBoa: http://www.boaboa.pt/

CircleUp: https://circleup.com/

Clicinvest: http://www.clicinvest.pt/

Crowdcube: https://www.crowdcube.com/

Eqseed: https://eqseed.com/

Give Forward: http://www.giveforward.com/

GoFundMe: https://www.gofundme.com/

Indiegogo: https://www.indiegogo.com/#/picks_for_you

Kickante: https://www.kickante.com.br/

Kickstarter: https://www.kickstarter.com/

Kiva: https://www.kiva.org/

Lending Club: https://www.lendingclub.com/

MassiveMov: http://novaweb.pt/startups/massivemov/

Micro Ventures: https://microventures.com/

Novo Banco Crowdfunding: https://novobancocrowdfunding.ppl.pt/

Olmo: http://cidadania20.com/projectos/plataforma-olmo/

Parity: https://www.goparity.com/

Patreon: https://www.patreon.com/

Portugal Crowd: http://portugalcrowd.pt/wportcrowd/url/homepage

PPL: https://ppl.com.pt/pt

Prosper: https://www.prosper.com/

Raize: https://www.raize.pt/

Seedrs: https://www.seedrs.com/

Sellaband: https://www.youtube.com/user/sellaband

Shekra: http://shekra.com/en/

Spear: https://www.spear.fr/marque_blanche

Upmybike: http://www.upmybike.com/pt

Voor je Buurt: https://www.voorjebuurt.nl/

Nome:

Henrique Miguel Bastos Gonçalves da Silva Moura

Endereço electrónico:

henriquemoura1@sapo.pt

Título da Dissertação de Mestrado:

Crowdlending – Perfil dos Early Fundraisers

Estudo de Caso – Plataformas Portuguesas

Orientador:

Professor Doutor Rui de Carvalho

Ano de conclusão:

2016 / 2017

Designação do Mestrado:

Mestrado em Estratégia de Investimento e Internacionalização