



**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**O impacto das Fintech  
no Mercado Financeiro Português**

Em especial o crowdfunding

no acesso ao financiamento de startups e PME's

**Maria João da Cunha Miranda Martins**

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2025



**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**O impacto das Fintech  
no Mercado Financeiro Português**

Em especial o crowdfunding  
no acesso ao financiamento de startups e PME's

Maria João da Cunha Miranda Martins

Orientador: Professor Nuno Sousa e Silva

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2025

Aos meus três amores,  
que são e sempre serão a minha força...

“Pois qual de vós, querendo edificar uma torre, não se assenta primeiro a fazer as contas dos gastos, para ver se tem com que a acabar?”

*Lucas 14:28*

## Agradecimentos

A minha jornada académica não foi a mais linear, mas talvez seja essa a sua verdadeira essência. Sempre fui apaixonada pelo Direito Penal, aliás nunca pensei que a minha trajetória me levasse para outro lado.

Ao ingressar neste mestrado, vi-me diante de um desafio inesperado: a matemática e o raciocínio lógico do direito e para minha surpresa, apaixonei-me.

Foi numa das minhas aulas, que as **tecnologias emergentes** captaram a minha atenção, entrelaçando-se com a minha paixão pelo investimento e pelos negócios- talvez por ter nascido no seio deles.

Aos meus pais, devo tudo.

À minha mãe, pelo colo, que sempre me resgatou nos momentos de incerteza. Ao meu pai, pela experiência e pelos ensinamentos que moldam a forma como vejo o mundo. Ao meu irmão, que partilha comigo a vida e me traz a segurança de saber que nunca estou sozinha. Aos meus amigos, pela alegria que espalham nos meus dias. À Lara e ao Pedro, por nunca me deixarem esquecer do quão sou capaz.

A mim. Que nos últimos meses enfrentei desafios inesperados e acontecimentos que testaram a minha força, de formas que não antecipei. Mudança, incerteza e superação, mas também crescimento, resiliência e descoberta.

E por fim, a Deus, a quem devo a minha gratidão eterna, por me proteger, por me fazer sentir livre, por me guiar, por me ouvir chorar, por me amparar e por conceder os pedidos pelos quais tanto oro. Por ter sido a minha luz e o meu conforto.

## Resumo

Nas últimas décadas, o setor financeiro passou por profundas transformações impulsionadas pela digitalização e pelo crescimento das empresas fintech. Essas inovações redefiniram o modelo bancário tradicional, promovendo o desenvolvimento de mecanismos alternativos de financiamento, como o crowdfunding. Este estudo analisa como as fintechs estão a remodelar os mercados financeiros, com um foco particular em Portugal, abordando desafios essenciais, como as dificuldades de financiamento enfrentadas por startups e pequenas e médias empresas.

A análise explora os desafios regulatórios colocados por esses novos modelos financeiros, destacando a necessidade de equilibrar a inovação com a proteção dos investidores e a estabilidade financeira. Ao contribuir para o debate em curso sobre a regulamentação financeira, esta dissertação enfatiza o papel estratégico das fintechs no desenvolvimento do mercado. Embora ofereçam inúmeras vantagens, continua a ser essencial adaptar os quadros regulatórios para mitigar eficazmente os riscos associados.

**Palavras-chave:** Fintech, digitalização, inovação financeira, crowdfunding, desafios, regulamentação, Portugal.

## Abstract

In recent decades, the financial sector has undergone profound transformations driven by digitalization and the rise of fintech companies. These innovations have redefined the traditional banking model, fostering the development of alternative financing mechanisms such as crowdfunding. This study examines how fintechs are reshaping financial markets, with a particular focus on Portugal, addressing key challenges such as the financing difficulties faced by start-ups and small and medium-sized enterprises (SMEs).

The analysis explores the regulatory challenges posed by these new financial models, highlighting the need to balance innovation with investor protection and financial stability. By contributing to the ongoing debate on financial regulation, this dissertation underscores the strategic role of fintechs in market development. While fintechs offer numerous advantages, it remains essential to adapt regulatory frameworks to mitigate associated risks effectively.

**Keywords:** Fintech, digitalization, financial innovation, crowdfunding, challenges, regulation, Portugal.

## Índice

<b>1. Introdução .....</b>	<b>13</b>
<b>Capítulo I- Inovação Financeira e as Fintech.....</b>	<b>14</b>
1.1 A Digitalização Financeira.....	14
1.2.O Impacto da Crise de 2008 .....	15
1.3. A Fintech como um novo agente disruptivo.....	16
<b>Capítulo II- Banca Tradicional: da aversão à cooperação.....</b>	<b>17</b>
2.1. O desenvolvimento da Banca.....	17
2.2. O ciclo de luto dos banqueiros .....	18
<b>Capítulo III- A Perspetiva do Financiamento pelas Startups e PMEs .....</b>	<b>20</b>
3.1 A Rede Empresarial Europeia.....	21
3.2 A Dificuldade no Acesso ao Financiamento e a Diminuição do Empreendedorismo	21
3.3 As startups e seu o ciclo de financiamento .....	22
3.4. As fases do financiamento .....	23
3.4.1. Capital de Risco.....	24
3.5. O Funding Gap das PMEs e Startups e o Papel do Crowdfunding .....	25
<b>Capítulo IV- O Crowdfunding em Portugal.....</b>	<b>25</b>
4.1 Surgimento do Crowdfunding .....	25
4.2 Tipologias de Crowdfunding e os Desafios Jurídicos Específicos.....	26
4.2.1. Crowdfunding através de donativo e de recompensa .....	27
4.2.2. Crowdfunding de Capital e de Empréstimo .....	28
4.3 Os Benefícios e Riscos da Inovação Financeira.....	28
4.4. As Entidades Reguladoras.....	30
4.6. Da Normatividade à Automação .....	30
4.6.1. Soft Law .....	30
A Soft Law é um instrumento já conhecido no direito, no entanto, é necessário analisá-lo neste contexto, uma vez que, de facto, a inovação tecnológica surge como um tema um pouco distinto de outras matérias.....	30
4.6.2. Autorregulação .....	31
4.6.3 Regtech e Suptech .....	31
4.6.4. Regulatory Sandboxes .....	32
<b>Capítulo V- Regime jurídico do Financiamento Colaborativo .....</b>	<b>32</b>
5.1. A implementação da Lei nº102/2015, de 24 de agosto .....	33
5.2. O regime do financiamento colaborativo de capital ou empréstimo.....	35
5.3. O regulamento da CMVM nº1/2016, de 25 de maio .....	36

5.3.1. Portugal Finlab .....	38
<b>5.4. Regulamento EU 2020/1503, de 7 de outubro .....</b>	<b>38</b>
<b><i>Capítulo VI- Crowdfunding em Portugal: Beneficiários, Investidores e Desafios no Quadro Regulatório .....</i></b>	<b>41</b>
6.1. Beneficiários.....	41
6.2. Investidores .....	42
6.3. Plataformas .....	43
6.3.1. Intermediação das entidades gestoras de plataformas.....	44
6.4 Regime sancionatório .....	44
6.5 Alterações no Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo .....	45
6.6. Desafios no Crowdfunding .....	46
6.6.1. Assimetria da informação, seleção adversa e risco moral.....	48
6.7. Itália.....	49
6.8. Alemanha .....	50
6.9. Espanha .....	51
<b><i>Capítulo VII- Prespetivas futuras: Regulação e transformação do mercado .....</i></b>	<b>51</b>
<b><i>Conclusão .....</i></b>	<b>52</b>
<b><i>Bibliografia.....</i></b>	<b>54</b>

## Lista de Siglas e Abreviaturas

Art.- Artigo

ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

BCE – Banco Central Europeu

BIS – Banco de Compensações Internacionais

CMU – Capital Markets Union (União dos Mercados de Capitais)

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EBA – Autoridade Bancária Europeia

ECSPR – European Crowdfunding Service Providers Regulation

EIOPA – Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma

ESMA – Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

EU – União Europeia

FCA – Financial Conduct Authority

FED- Federal Reserve System

IFIFC – Informações Fundamentais Destinadas aos Investidores de Financiamento Colaborativo

IOSCO – Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

JOBS Act – Jumpstart Our Business Startups Act

DMIF II – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II

OECD – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PAEF – Programa de Ajustamento da Economia Portuguesa

PME – Pequena e Média Empresa

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

SESF – Sistema Europeu de Supervisão Financeira

TUF – Testo Unico della Finanza (Itália)

## 1. Introdução

Nas últimas décadas, a digitalização tem revolucionado a forma como os mercados operam, impulsionando a automação, a conectividade e a inovação financeira. A emergência das Fintechs, o crescimento do crowdfunding e o avanço da Indústria 4.0 demonstram uma transformação estrutural que redefine os modelos de negócio tradicionais. No setor financeiro, novas formas de financiamento, como o crowdfunding, surgem como alternativas ao sistema bancário tradicional, reduzindo barreiras e aumentando o acesso ao capital para startups e PMEs.

Este estudo busca analisar o impacto da digitalização nos mercados financeiros, explorando como a tecnologia está a moldar o financiamento alternativo e a relação entre banca tradicional e startups e PME's, no acesso ao financiamento. Além disso, será discutido o funding gap das startups e o papel das Fintechs na construção de um ecossistema financeiro mais dinâmico e acessível.

Diante dessas transformações, torna-se essencial compreender os desafios regulatórios, as oportunidades de inovação e os impactos da digitalização na estabilidade e competitividade do mercado. Esta dissertação pretende contribuir para essa discussão, trazendo uma análise sobre as mudanças em curso e suas implicações para o futuro da economia digital, bem como a possibilidade de o financiamento colaborativo, ser, uma alternativa viável ao financiamento tradicional.

# Capítulo I- Inovação Financeira e as Fintech

## 1.1 A Digitalização Financeira

A digitalização global, financeira, de serviços, produtos e indústrias, tem-se intensificado nas últimas décadas, com o propósito de simplificar o quotidiano e todas as ações que lhe são inerentes.

Na era digital, “O presente avança invariavelmente à plenitude tecnológica, armado digitalmente, e quem pretender – pessoa ou entidade – escapar desse destino terá, irremediavelmente, perdido o pulso deste período histórico.”<sup>1</sup>

Os mercados financeiros, responsáveis pela canalização de fundos<sup>2</sup> de lender-savers<sup>3</sup>, para borrowed-spenders<sup>4</sup>, não foram uma exceção quanto à busca pela integração digital.

Fatores como taxas de juro, políticas monetárias, regulamentação, digitalização e cibersegurança<sup>5</sup>, influenciam a estabilidade do mercado financeiro, bem como outros fatores, os sociais e comportamentais<sup>6</sup>.

A circulação frenética de dinheiro e títulos, por todo o mundo, quase instantaneamente, fez crer, que se tornara uma tarefa difícil delimitar exatamente o mercado<sup>7</sup>.

---

<sup>1</sup> ZARZALEJOS, José Antonio (2016) - *A Transformação Digital*. Direção e Coordenação: Desenvolvendo Ideias na Llorente & Cuenca. p. 11.

<sup>2</sup> MISHKIN, Frederic S.; EAKINS, Stanley G. (2012) - *Financial Markets and Institutions*. 7.<sup>a</sup> ed. Boston: Prentice Hall, p. 7. Disponível em: <https://dlib.neu.edu.vn/server/api/core/bitstreams/d63acaaf-7dcc-49ed-8991-026a57ee9c28/content>, consult. em 20/02/2025

<sup>3</sup> “Lender-savers”, são agentes económicos que produzem excedentes financeiros e disponibilizam-nos para empréstimo ou investimentos, estes são constituídos por famílias, empresas ou governos.

<sup>4</sup> “Borrowed-spenders”, são principalmente empresas e governos, que recorrem ao crédito para financiar os seus gastos, não se excluindo a possibilidade de serem também famílias.

<sup>5</sup> “Dado que os incidentes de cibersegurança podem afetar significativamente o funcionamento das economias e o quotidiano dos cidadãos, uma opção seria ponderar a criação de um Fundo de Resposta de Emergência para a Cibersegurança, seguindo o exemplo de outros mecanismos de gestão de crises em outros domínios de ação da UE.” - UNIÃO EUROPEIA (2017) - *Resiliência, dissuasão e defesa: reforçar a cibersegurança na UE*. Comunicação conjunta ao Parlamento Europeu e ao Conselho. Bruxelas: Alta Representante da União para os Negócios Estrangeiros e a Política de Segurança. 9.

<sup>6</sup> MISHKIN, Frederic S.; EAKINS, Stanley G. (2012) - *Financial Markets and Institutions*. 7.<sup>a</sup> ed. Boston: Prentice Hall, pp. 31, 73-74, 131, 133, 439, 440.

<sup>7</sup> SAINT-GEOURS, Jean (1997) - *Os mercados financeiros*. Tradução de António Monteiro Neves. 2.<sup>a</sup> ed., Almada: Instituto Piaget. (Biblioteca Básica de Ciência e Cultura), p. 17.

## 1.2.O Impacto da Crise de 2008

A grande crise de 2008, impactou vorazmente o mercado financeiro, originalmente desencadeada pelo incumprimento massivo por parte dos mutuários Subprime<sup>8</sup>, no mercado hipotecário.

A falência de instituições financeiras de grande relevância como Lehman Brothers, que em 15 de setembro de 2008, com uma dívida de mais de 600 bilhões de dólares, atingindo nessa data o recorde da maior falência da história dos EUA<sup>9</sup>, instituiu um clima de apreensão globalizado.

Para Joseph Eugene Stiglitz<sup>10</sup>, o FED<sup>11</sup> deveria ter atuado como regulador, implementando políticas mais rígidas<sup>12</sup> que evitariam a falência de grandes bancos e por consequência, a provável crise sistêmica<sup>13</sup> que daí surgiria.

O impacto foi devastador, segundo Aisen e Franken (2010)<sup>14</sup>, estimando-se uma destruição de riqueza de aproximadamente 50 trilhões de dólares, referente à queda no valor das ações,

---

<sup>8</sup> Considerados como empréstimos bancários, concedidos a famílias que não reuniam as condições necessárias à compra de casas. Neste tipo de financiamento não é exigido a devolução de capital, mas sim, o pagamento de juros e renegociação da dívida. MENEZES CORDEIRO, Antônio (2016) - Direito Bancário. Coimbra: Almedina.

“As raízes da crise do subprime podem ser encontradas na desaceleração do mercado imobiliário americano. (...) Em meados do terceiro trimestre de 2008, um ano após o início da crise, as vendas trimestrais anualizadas atingiram 5,4 milhões de unidades, ou seja, houve uma queda global de 36,5% no período.” - ECONOMISTAS DO BNDES (2008) - “Analisando a Crise do Subprime”, *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, pp. 144-145, dez. 2008.

<sup>9</sup> 1. Reuters: HUMER, Caroline (2012) - “Lehman emerges from 3.5-year bankruptcy”, *Reuters*, 6 mar. 2012. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/lehman-bankruptcy-idUSL2E8E6DJR20120306>, consult. em 20/02/2025.

2. The New York Times: CRESWELL, Julie; KRANTZ, Matt (2008) - “Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold”, *The New York Times*, 14 set. 2008. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html>, consult. em 20/02/2025.

<sup>10</sup> Personalidade de grande relevância no mundo da economia, que ocupara em tempos o posto de vice-presidente e economista-chefe do Banco Mundial, galardoado com o Prêmio Nobel da Economia em 2001.

<sup>11</sup> O FED (Federal Reserve System) é o banco central dos Estados Unidos

<sup>12</sup> STIGLITZ, Joseph E. (2008) - Entrevista concedida ao *Correio Braziliense*. Brasília, 1 out. 2008. Disponível em: [https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2008/10/01/internas\\_economia%2C36649/entrevista-joseph-e-stiglitz.shtml](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2008/10/01/internas_economia%2C36649/entrevista-joseph-e-stiglitz.shtml), consult. em 20/02/2025.

<sup>13</sup> Risco sistêmico- “Entende-se por risco sistêmico o risco de distúrbios nos serviços financeiros, que possam, entre outras consequências, afetar o fluxo de crédito, decorrentes da materialização de fontes de risco, em parte ou na totalidade do sistema financeiro, com potenciais consequências negativas graves para a economia real.” - BANCO DE PORTUGAL (2020) - “Medida Macropudencial no Âmbito do Crédito Concedido a Consumidores”. Disponível em:

[https://www.bportugal.pt/sites/default/files/2018\\_doelimites\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/2018_doelimites_pt.pdf), consult. em 21/02/2025.

títulos, imóveis e outros ativos, promovendo a dificuldade no acesso ao crédito. “Os bancos, em particular, enfrentaram uma pressão de liquidez sem precedentes, prejudicando a sua capacidade de conceder empréstimos.”<sup>15</sup>

No final de 2008 a intervenção estatal e de instituições centrais, acentuou-se, na Europa, e em 2009, a Grécia comunicou que a dívida pública excedeu o esperado, atingindo até 2010 os 142,8% do PIB<sup>16</sup>, pedindo assim auxílio da Comissão Europeia, do BCE e do FMI<sup>17</sup>, o que quase instantaneamente levou à “contaminação” dos efeitos desta crise a outros países, devido à interdependência dos mercados financeiros<sup>18</sup>.

Este efeito propagou-se a outros países, como Portugal<sup>19</sup>, que teve a sua notação financeira reduzida e necessitou de um resgate, levando à implementação do Programa de Ajustamento da Economia Portuguesa (PAEF)<sup>20</sup>, com medidas de austeridade e reformas estruturais.

Nesta era de descrença pelos bancos tradicionais e devido à grande turbulência que se fez sentir, as fintech ganham espaço.<sup>21</sup>

### 1.3. A Fintech como um novo agente disruptivo

As Financial Technology, ora Fintech<sup>22</sup>, são próprias da quarta revolução industrial. Estas tecnologias surgiram, para criar modelos de negócio e serviços financeiros, transformando a

---

<sup>14</sup> AISEN, Ari; FRANKEN, Marcel (2010) - *Bank Credit During the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, p. 5.

<sup>15</sup> (tradução), AISEN, Ari; FRANKEN, Marcel (2010) - *Bank Credit During the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, p. 5.

<sup>16</sup> MENEZES CORDEIRO, António; BARRETO, A. (2022) - *Direito Bancário*. 6.<sup>a</sup> ed. rev. e atualizada. Coimbra: Almedina, p. 155; COMISSÃO EUROPEIA (2010) - *Report on Greek government deficit and debt statistics*. Bruxelas: European Commission, COM (2010), p. 3.

<sup>17</sup> TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU (2017) - *A intervenção da Comissão na crise financeira grega*. Relatório Especial n.º 17, pontos II, V, XIII. Disponível em: <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/greek-crisis-17-2017/pt/>, consult. em 21/02/2025

<sup>18</sup> “Esta interdependência significa que os choques, quer sejam de natureza global ou local, podem ser transmitidos entre países devido às suas ligações reais e financeiras.” (tradução); DORNBUSCH, R.; PARK, Y. C.; CLAESSENS, S. (2000) - “Contagion: Understanding how it spreads”, *The World Bank Research Observer*, v. 15, n. 2, p. 3, ago. 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/wbro/15.2.177>, consult. em 21/02/2025.

<sup>19</sup> TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU (2015) - *Assistência financeira prestada a países em dificuldades*. Relatório Especial n.º 18. Luxemburgo: Serviço das Publicações da União Europeia, pp. 13 (ponto 8), 15 e 63 (ponto 153). Disponível em: [https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr15\\_18/sr\\_crisis\\_support\\_pt.pdf](https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr15_18/sr_crisis_support_pt.pdf), consult. em 21/02/2025

<sup>20</sup> EUROPEAN COMMISSION (2011) - *The Economic Adjustment Programme for Portugal*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. *Occasional Papers*, n.º 79, cap. III – “Programme Design and Objectives”, p. 18, June 2011.

<sup>21</sup> MENEZES CORDEIRO, António; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (Coords.) (2019) - *FinTech II – Novos Estudos sobre Tecnologia Financeira*. Lisboa: Almedina.

atuação das instituições e dos mercados, emergindo como agentes disruptivos, diferenciando-se pela sua facilidade de acesso.

Estas novas tecnologias dividem-se em grupos como, pagamentos e transferências; empréstimos e créditos; Blockchain e Criptomoedas; Seguros; Imobiliário; Regtech e Ciber-Segurança e Gestão de Património e Investimentos, segundo o Fintech Report de 2024, pela Portugal Fintech.

As Financial Technology distinguem-se em diversos parâmetros da banca tradicional, e para melhor entendermos, devemos então perceber o que as separa.

## Capítulo II- Banca Tradicional: da aversão à cooperação

### 2.1. O desenvolvimento da Banca

A banca<sup>23</sup> tradicional é regulada, segundo o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298, de 31 de dezembro.<sup>24</sup>

Os bancos são, segundo o Banco de Portugal, “Instituição de crédito cuja atividade consiste na realização de operações financeiras e na prestação de serviços financeiros, dos quais, os mais comuns são a concessão de crédito e a receção de depósitos dos clientes, que remunera.”<sup>25</sup>

As instituições bancárias, são responsáveis pela captação e condução de capitais, sendo a sua base os depósitos dos clientes, que permitem a possibilidade de fornecer empréstimos e cobrar juros pela sua concessão.<sup>26</sup>

Além de depósitos, serviços de pagamentos, prestação de serviços e exercício das atividades de investimento, com vista a promover o desenvolvimento económico, são também, conforme o n.º 4 do RGICSF, qualificadas para realizar uma panóplia de outras

---

<sup>22</sup> Pelo Financial Stability Board, são definidas por “Empresa indutora de uma inovação financeira e tecnicamente habilitada para criar novos modelos de negócio, aplicações, processos ou produtos com o efeito material nos mercados e instituições financeiras e na prestação de serviços financeiros.”

<sup>23</sup> “Nome vulgarmente atribuído ao conjunto dos bancos do sistema financeiro de um país ou de um território.” - Glossário Banco de Portugal.

<sup>24</sup> O RGICSF foi alterado várias vezes por outros diplomas, sendo a sua versão atualizada Lei n.º 1/2025 de 06/01.

<sup>25</sup> Glossário Banco de Portugal, disponível em: <https://cliente bancario.bportugal.pt/pt-pt/glossario/b>

<sup>26</sup> ARCAVARA, Paulo (2011) - “A banca e as PME”, *Vida Económica*, pp. 21-29.

operações, cujas restantes instituições financeiras não estão habilitadas, pelo n.º 2 do mesmo artigo, que as limita a efetuar operações permitidas pelas normas legais e regulamentares que regem a sua atividade.

Na década de 80 surge a primeira fase da revolução digital, com a criação do “homebanking” ou “e-banking”, que declarou os primeiros passos da transição dos bancos para a era digital.<sup>27</sup>

A perceção de que o balcão físico não era suficiente para responder às necessidades dos clientes, despoletou o incremento de novas ferramentas. A adoção de apps, websites e redes sociais ampliou os canais de comunicação entre cliente e banco, evoluindo de multicanais para omnichannel, permitindo uma visão integrada do cliente.<sup>28</sup>

“Na construção das plataformas “omnichannel”, os bancos adotam em regra uma abordagem em três camadas: capturar a intenção dos clientes, gerir essa informação e analisá-la.”<sup>29</sup>

Se os bancos tradicionais são os vanguardistas da tecnologia financeira, as fintechs podem ser consideradas as suas descendentes diretas.

O Banco de Portugal refere ainda que “Entendem-se como entidades finTech aquelas cujo modelo de negócio assenta na criação de soluções inovadoras de base tecnológica relacionadas com serviços financeiros”. Trata-se de plataformas exclusivamente online e que visam acrescentar alternativas ao mercado.

## 2.2. O ciclo de luto dos banqueiros

A ideia de um “Ciclo de luto dos banqueiros, defendida por JP NICOLS, no seu artigo “The Bankers Fintech Grief Cycle”<sup>30</sup>, aponta as várias fases pelas quais a banca tradicional atravessou, com o surgimento das fintech, utilizando o modelo de Kübler-Ross<sup>31</sup>.

---

<sup>27</sup> ARCAVARA, Paulo (2011) - “A banca e as PME”, *Vida Económica*, pp. 45-46.

<sup>28</sup> VASILIEV, Sergey A.; SEROV, Eugene R. (2021) - “Omnichannel Banking Economy”, *Risks*, v. 7, n. 4, art. 115. International Banking Institute, St. Petersburg. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2227-9091/7/4/115>, consult. em 22/02/2025

<sup>29</sup> ARCAVARA, Paulo (2011) - “A banca e as PME”, *Vida Económica*, p. 48.

<sup>30</sup> NICOLS, J. P. (2016) - “The Bankers Fintech Grief Cycle”. *JP Nicols*. Disponível em: <https://jpnichols.com/2016/07/12/fintech-grief-cycle-bankers/>, consult. em 22/02/2025.

<sup>31</sup> Elisabeth Kübler-Ross, foi uma importante figura da medicina psiquiátrica, que desenvolveu o modelo das cinco fases do luto, publicado no seu livro “*On Death and Dying*”.

Esta ótica apresenta pontos importantes, uma vez que apesar de negarem a sua relevância numa primeira instância, após entenderem a sua importância e dimensão, acabaram por aceitá-las passando a uma fase posterior de negociação, sendo certo, para estes, que a cooperação seria o melhor caminho a seguir.



Figura 1- “The Stages of Grief”- O ciclo de luto de Kübler-Ross

Figura 2- “The Stages of Grief”- O ciclo de luto de Kübler-Ross

Nas parcerias, Banca-Fintech, o objetivo é estabelecer uma relação “win-win”, na qual se divide o conhecimento, mas também os custos.

“Fazemos parcerias com fintechs inovadoras para lançar novas soluções de pagamentos da J.P. Morgan(...)investimos regularmente para reforçar parceiros estratégicos e adquirir capacidades essenciais.”<sup>32</sup>

A JPMorgan Chase, investe anualmente 30 milhões de dólares em fintechs, bem como a Goldman Sachs, num valor equivalente a 50 milhões de dólares<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> (tradução), J.P. MORGAN (2023) - “Tapping Treasury to Unlock the Payments Ecosystem”. Disponível em: <https://www.jpmorgan.com/insights/payments/payments/tapping-treasury-payments-ecosystem>, consult. em 22/02/2025.

<sup>33</sup> ALCARVA, Paulo (2018) - *Banca 4.0: Revolução Digital – FinTechs, Blockchain, Cripto-moedas, Robo-Advisers e Crowdfunding*. Lisboa: Actual Editora, p. 56.

É previsível que uma grande parte dos clientes bancários, abandonem as instituições tradicionais, principalmente no âmbito dos pagamentos, aderindo às fintech. No entanto, é de ressaltar que os bancos, são instituições seguras por serem detalhadamente regulados, o que no universo financeiro é um ponto crucial.<sup>34</sup>

Apesar da constante tentativa de evolução dos bancos, derivada da competitividade, são tecidas algumas críticas, como a falta de organização dos sistemas e a excessiva disponibilização de produtos, desatualizados ou considerados pouco úteis.

Os bancos são muito bons a introduzir produtos. São muito maus a retirá-los. Um banco médio tem cerca de 3.000 produtos registrados. Segundo as nossas contas, são necessários cerca de 30 para servir uma população como a do Reino Unido. Mas se tentarmos eliminar os outros 2.970 produtos, há sempre alguém que fica com um. Ou se tentarmos eliminá-lo do sistema, temos uma consequência inesperada porque há uma cadeia de produtos.<sup>35</sup>

Na fase inicial, tanto as instituições financeiras, como os reguladores, desvalorizaram a dimensão potencial das fintech, no entanto, a evolução do setor financeiro, demonstrou que estas, não só ganhariam espaço, como seriam uma parte essencial na realidade financeira.

“(…) passaram de “too small to care”, para “too large to ignore” e finalmente “too big to fail” (…).”<sup>36</sup>

### Capítulo III- A Perspetiva do Financiamento pelas Startups e PMEs

---

<sup>34</sup> MCKINSEY & COMPANY (2016) - “Cutting through the noise around financial technology”. *McKinsey Global Institute*. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/cutting-through-the-noise-around-financial-technology>, consult. em 21/02/2025

<sup>35</sup> (tradução), LEDBETTER, Brian; TAYLOR, Paul (2023) - “Banks' core technology conundrum reaches an inflection point”. *McKinsey & Company*, 15 fev. 2023. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/banks-core-technology-conundrum-reaches-an-inflection-point>, consult. em 21/02/2025;

<sup>36</sup> BANCO DE COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS (2021) - *Fintech and the Digital Transformation of Financial Services*. BIS Papers n.º 117, jul. 2021, p. 40. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.pdf>, consult. em 23/02/2025.

Com a crise, a concessão de empréstimos dificultou-se, o que se tornou um grave problema<sup>37</sup>, uma vez que a maior parte das PMES é necessitada do financiamento tradicional.

Segundo a Direção Geral das Atividades Económicas<sup>38</sup>, as micro, pequenas e médias empresas, constituem 99% das empresas na União Europeia, compondo assim o seu tecido empresarial. A maioria, recorre a financiamentos bancários, sendo que as empresas recém-criadas têm grande dificuldade em aceder aos mesmos.

### 3.1 A Rede Empresarial Europeia

Na União Europeia, existem aproximadamente 25 milhões de PME, consideradas a base da economia, uma vez que empregam cerca de 100 milhões de pessoas e representam mais de metade do PIB da região<sup>39</sup>. Dada a sua relevância, é fundamental identificá-las como prioridade da criação de uma verdadeira União de Mercado de Capitais<sup>40</sup>.

A falta de prestação de informação, por parte das PME, limita o acesso ao financiamento, uma vez que, os investidores enfrentam dificuldades para as identificar e avaliar. Para minimizar este problema, surgiram diretivas de transparência, como a Diretiva n.º 2013/50/UE, e normas sobre demonstrações financeiras, estabelecidas na Diretiva n.º 2013/34/UE.

As diferenças de regulamentação e supervisão, dos diferentes Estados-Membros, são vistas como um obstáculo à difusão da informação e harmonização do sistema.

### 3.2 A Dificuldade no Acesso ao Financiamento e a Diminuição do Empreendedorismo

---

<sup>37</sup> “Com a crise de 2008 e a subsequente crise da dívida soberana na Zona Euro, a contração do crédito bancário e o nível de endividamento excessivo das empresas conduziram a limitações significativas no acesso ao financiamento pelas empresas portuguesas, com especial destaque para as micro, pequenas e médias empresas (...)” - MARTINS, Ana; TAVARES DA SILVA, Rita (2022) - “Acesso ao financiamento das PME portuguesas desde a crise financeira global”. *Gabinete de Estratégia e Estudos da Economia e Transição Digital*, Tema Económico n.º 93, mar. 2022.

<sup>38</sup> DIREÇÃO-GERAL DAS ATIVIDADES ECONÓMICAS - “Política Empresarial”. Disponível em: <https://www.dgae.gov.pt/servicos/politica-empresarial.aspx>, consult. em 22/02/2025.

<sup>39</sup> SANTOS, J. V. (2022) - *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, p. 73.

<sup>40</sup> A União dos Mercados de Capitais, visa ampliar o acesso ao financiamento privado e estabelecer um quadro mais eficiente para os investimentos públicos, promovendo a diversificação do setor financeiro, através de ativos ou opções de financiamento, tornando o mercado mais dinâmico, como é referido no *Commission Staff Working Document – Economic Analysis, na Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, “As tecnologias aplicadas aos serviços financeiros constituem um conjunto de ferramentas indispensável para promover o acesso, a eficiência e a concorrência entre os prestadores de serviços dos mercados de capitais.” (tradução), disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017SC0224>, ponto 1.1.2), 1).

“O crédito bancário constitui o núcleo duro do tratamento profissional do dinheiro.”<sup>41</sup>

Inicialmente era destinado a investimentos, porém evoluiu para um modelo baseado em garantias, financiando médias e microempresas<sup>42</sup>.

A apresentação de garantias pretende mitigar a possibilidade de incumprimento, apesar deste risco, não poder ser totalmente eliminado, uma vez que muitos fatores podem comprometer a capacidade<sup>43 44</sup> do devedor de cumprir com as suas obrigações.<sup>45</sup>

Nos financiamentos bancários, os bens e património do cliente são avaliados para determinar a capacidade de crédito e a decisão de aprovação do empréstimo<sup>46</sup>.

No Livro Verde sobre "A Construção de uma União de Mercados de Capitais", a Comissão Europeia destaca o impacto das novas tecnologias e modelos de financiamento, como o empréstimo P2P, que ampliam o acesso ao capital para as PME e empresas emergentes.<sup>47</sup>

### 3.3 As startups e seu o ciclo de financiamento

Enquanto é comum que as PME's recorram ao crédito tradicional por apresentarem um melhor retorno financeiro, as start-ups necessitam de investimentos substanciais para se expandirem rapidamente.

Uma vez que as startups, são considerados projetos embrionários e com baixas garantias, são conseqüentemente menos atrativas segundo a perspectiva bancária, sendo aqui relevantes as fintech, que poderão ser vistas como instrumentos suscetíveis de ocupar o espaço deixado

---

<sup>41</sup>MENEZES CORDEIRO, António (2016) - *Direito Bancário*. 6.<sup>a</sup> ed. Coimbra: Almedina, p. 669.

<sup>42</sup> Ibid., p. 670.

<sup>43</sup> Art. 601º Código civil, “Pelo cumprimento da obrigação respondem todos os bens do devedor suscetíveis de penhora, sem prejuízo dos regimes especialmente estabelecidos em consequência da separação de patrimónios.”

<sup>44</sup> “B – Garantias especiais, que reforcem a geral e são estabelecidas privativamente, por lei ou negócio jurídico em benefício de certo credor ou classe de credores.”, PORTUGAL. Tribunal da Relação de Évora (2006) - Acórdão do Processo n.º 2945/04-2, Relatora: Maria Alexandra Santos, 17 jan. 2006. Disponível em: <https://www.dgsi.pt/jtre.nsf/-/1B1726495EAB6EEF80257DE1005748BA>, consult. em 20/02/2025.

<sup>45</sup>MENEZES CORDEIRO, António (2016) - *Direito Bancário*. 6.<sup>a</sup> ed. Coimbra: Almedina, pp. 790-792.

<sup>46</sup> MORAIS LEITÃO, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados (2020) - “Contratos e garantias bancárias”. Disponível em: [https://www.mlgs.pt/xms/files/COVID-19/Contratos\\_e\\_garantias\\_bancarias.pdf](https://www.mlgs.pt/xms/files/COVID-19/Contratos_e_garantias_bancarias.pdf), consult. em 22/02/2025.

<sup>47</sup>COMISSÃO EUROPEIA (2015) - *Livro Verde: Construção de uma União de Mercados de Capitais*. COM (2015) 63 final, Bruxelas, p. 20.

pelos bancos tradicionais, atuando como bridge funding<sup>48</sup> e preenchendo algumas lacunas do sistema financeiro anteriormente existente, long-tail market<sup>49</sup>.

Quando uma startup recorre ao financiamento, este poderá ser-lhe concedido pelos business angels<sup>50</sup> ou pelos venture funds<sup>51</sup>. A problemática pontua-se, na travessia pela primeira fase de financiamento, visto que, estas empresas ainda não se qualificam atrativas para o investimento pelos fundos de capital de risco, sendo esta problemática conhecida como -Serie A Gap ou Serie A Crunch<sup>52</sup>.

A falta de liquidez e as falhas de mercado, bem como a falta de informação<sup>53</sup>, ou o facto dos investidores aguardarem o movimento de lead angels<sup>54</sup>, são alguns dos motivos que perpetuam a existência desta questão.

### 3.4. As fases do financiamento

As startups apresentam uma gradação de fases no seu investimento.

O seed funding é a fase inicial, onde o financiamento geralmente é obtido através dos chamados 3Fs, investidores, família e amigos, bem como de business angels, que assumem o risco de investir em negócios que ainda não apresentam receitas estáveis. (Prestrelo Oliveira, 2017)

Nesta fase, muitas empresas entram no Seed Valley of Death, um período em que necessitam de injeções significativas de capital para sobreviver, mas ainda não geram receitas suficientes, tendo como objetivo atingir o Break-Even, ponto em que a empresa começa a

---

<sup>48</sup> Financiamento temporário destinado a cobrir os custos de curto prazo de uma empresa até que um financiamento de longo prazo seja garantido. CORPORATE FINANCE INSTITUTE - “Bridge Financing”. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com>, consult. em 24/02/2025.

<sup>49</sup> O long-tail market é um modelo de negócios que foca na venda de muitos produtos de nicho, cuja soma pode superar a de produtos populares. FITRININGRUM, Andriati; BUSRO; SAPUTRA, Dwi Fajar; RAHIM, Robbi (2018) - “Blockchain technology: revenue streams of long tail business”, in *SU-AFBE 2018: Proceedings of the 1st Sampoerna University–AFBE International Conference*, p. 158. Disponível em: <https://eudl.eu/doi/10.4108/eai.6-12-2018.2286339>, consult. em 24/02/2025.

<sup>50</sup> Uma pessoa física ou jurídica que faz investimentos com seu próprio capital em empresas nascentes com um alto potencial de crescimento, como as startups

<sup>51</sup> São fundos de investimento especializados em financiar startups e empresas inovadoras que apresentam alto potencial de crescimento, mas também um risco elevado.

<sup>52</sup> Refere-se à dificuldade que muitas startups enfrentam para obter financiamento Série A, mesmo após uma ronda inicial bem-sucedida. Nos EUA, esta situa-se entre os um e cinco milhões de dólares.

<sup>53</sup> SANTOS, J. V. (2022) - *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, p. 74.

<sup>54</sup> Investidor que assume a liderança de um investimento em startups e é responsável por coordenar o grupo de angels investors. A presença deste pode aumentar a confiança de outros investidores.

cobrir os seus custos fixos e variáveis. Ao atingir esse ponto, a start-up entra na chamada fase Early Stage<sup>55</sup>, tornando o negócio mais atrativo para investidores de capital de risco.

Assim, a captação do primeiro investimento de serie A, marca a saída definitiva do Valley of Death<sup>56</sup>.

O capital de risco tende a investir principalmente na fase Early Stage, enquanto investidores de maior dimensão optam por entrar em fases mais avançadas, Later Stage<sup>57</sup>. Este ciclo de investimento pode culminar na venda da empresa, ou na sua entrada na bolsa, tornando-se uma empresa de capital aberto.

Embora o financiamento por parte dos business angels tenha vindo a aumentar, o investimento em capital de risco tem registado uma tendência de queda, ampliando a lacuna entre estas duas fases.<sup>58</sup>

### 3.4.1. Capital de Risco

O Capital de risco, caracteriza-se por ser um instrumento financeiro de médio/longo prazo, tipicamente utilizado no investimento de start-ups ou PME's, em setores de mercado de alta competitividade. O capital de risco, tem porventura um senão.

A crítica a este tipo de financiamento é, de facto, a entrada na sociedade de um terceiro e a incontornável questão do momento da sua saída, uma vez que é uma incógnita temporalmente, bem como a perda do controlo total da sociedade.<sup>59</sup>

“O investimento realiza-se através da aquisição de participações no capital social de empresas.”<sup>60</sup>

No pós-crise internacional, verificou-se um desinvestimento por parte das sociedades de capital de risco, em empresas em fase de expansão, de criação ou de seed capital.<sup>61</sup>

---

<sup>55</sup>SALAMZADEH, Aidin; KAWAMORITA KESIM, Hiroko (2015) - “Startup Companies: Life Cycle and Challenges”, in *4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE)*, Belgrado, Sérvia. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2628861>, consult. em 23/02/2025.

<sup>56</sup>BOYARCHENKO, Svetlana (2021) - “Life Cycle of Startup Financing”, *SSRN Electronic Journal*, p. 5. consult. em 23/02/2025

<sup>57</sup>Ibid., p.5

<sup>58</sup>STRIPE (2024) - “Como levantar capital para sua startup: um guia sobre etapas e fontes de financiamento”. *Stripe*, 14 jul. 2024. Disponível em: <https://stripe.com/br/resources/more/how-to-raise-capital-for-your-startup-a-guide-to-funding-stages-and-sources>, consult. em 23/02/2025.

<sup>59</sup>STRIPE (2024) - “Como levantar capital para sua startup: um guia sobre etapas e fontes de financiamento”. *Stripe*, 14 jul. 2024. Disponível em: <https://stripe.com/br/resources/more/how-to-raise-capital-for-your-startup-a-guide-to-funding-stages-and-sources>, consult. em 23/02/2025.

<sup>60</sup>ARCAVARA, Paulo (2011) - “A banca e as PME”, *Vida Económica*, pp. 192-194.

<sup>61</sup>CAETANO, Paulo (2013) - *Capital de Risco*. Lisboa: Actual Editora, pp. 67-70.

### 3.5. O Funding Gap das PMEs e Startups e o Papel do Crowdfunding

Para além da banca tradicional, entende-se que as startups podem recorrer a diversas fontes de financiamento, dependendo da fase de desenvolvimento da empresa.<sup>62</sup>

Surge então a necessidade de entender se as fintechs de financiamento, poderão reduzir as dificuldades das startups em obter financiamento.<sup>63</sup>

Neste âmbito, o Crowdfunding, destaca-se como uma ferramenta útil para startups, PME's ou projetos embrionários terem a possibilidade de serem financiados, mostrando-se como uma possibilidade para preencher o funding gap<sup>64</sup> das empresas.

## Capítulo IV- O Crowdfunding em Portugal

Este método de financiamento é um dos mais conhecidos subsectores da indústria fintech. O crowdfunding, representa assim uma forma alternativa de financiamento. Como refere Diogo Pereira Duarte, “É bastante plausível que o crowdfunding tenha vindo ocupar falhas no mercado private equity”.

### 4.1 Surgimento do Crowdfunding

Como sugere a própria etimologia da palavra, “crowd” significando multidão e “funding” financiamento, esta modalidade, pretende unir um conjunto indeterminado de investidores e beneficiários, através de plataformas da internet.

Devido ao panorama da crise de 2008, começaram a surgir plataformas de crédito P2P<sup>65</sup>, eliminando a necessidade de intermediação e fazendo com que fosse possível evitar a morosidade do processo, característico da concessão bancária.

---

<sup>62</sup> DROVER, Will; WOOD, Matthew S.; FASSIN, Yves; FITZA, Maurice; MEULEMAN, Miguel; WRIGHT, Mike (2017) - “A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators”, *Journal of Business Venturing Insights*, v. 8

<sup>63</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2017) - *FinTech – Desafios da tecnologia financeira, o papel das startups nas FinTech e o ciclo de financiamento das start-ups*. Coimbra: Almedina, pp. 237-242.

<sup>64</sup> Refere-se à diferença entre o capital necessário para financiar um projeto ou negócio e o capital efetivamente disponível, traduzindo-se assim em défice de financiamento.

Em resposta à necessidade vivida, surge em 2005 a primeira plataforma de financiamento P2P, a ZOPA, como primeira instituição de financiamento que operava exclusivamente online e competia diretamente com os bancos.<sup>66</sup>

Os bancos não direcionam o seu financiamento para determinados projetos que presumem não lhes oferecer vantagens. Desta forma, a criação de alternativas ao financiamento tradicional, revelam-se verdadeiramente necessário.

Esta dinâmica, tem no seu cerne a complementação do sistema financeiro, convergindo para a criação de uma União de Mercado de Capitais<sup>67</sup>, visando possibilitar o acesso a fontes de financiamento diversificadas e acessíveis às startups e PME's.

A modalidade de financiamento colaborativo, poderá ser a alternativa mais indicada devido à rapidez com que transita, o menor custo e a maior facilidade de acesso. (Duarte & Andrade, 2019)

## 4.2 Tipologias de Crowdfunding e os Desafios Jurídicos Específicos

O financiamento colaborativo, como o legislador português o designou, poderá adotar quatro tipos de modalidades, sendo elas, Crowdfunding de Doação, Crowdfunding de Recompensa, Crowdfunding de Empréstimo, Crowdfunding de Capital. O estudo direciona-se, portanto, ao crowdfunding de investimento, por empréstimo ou capital, pois é esta modalidade a mais relevante no âmbito do financiamento empresarial.

---

<sup>65</sup> VAN DEN HEUVEL, M. J. T. (2021) - *Online P2P Lending Expansion, Traditional Banking Competition, and The Financial Crisis of 2008*. Dissertação de Mestrado em Finanças, Tilburg University, Tilburg. Disponível em: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=151432>, consult. em 26/02/2025.

<sup>66</sup>ALCARVA, Paulo (2018) - *Banca 4.0: Revolução Digital – FinTechs, Blockchain, Cripto-moedas, Robo-Advisers e Crowdfunding*. Lisboa: Actual Editora, pp. 130-131.

<sup>67</sup> *Ibid.*, pp. 139-141.

#### 4.2.1. Crowdfunding através de donativo e de recompensa

Esta modalidade é caracterizada por ser um financiamento social, sendo esta, conseguida através do apelo a um determinado grupo de pessoas, que poderão financiar um projeto, ideia, atividade, sob a forma de doação.<sup>68</sup>

O Museu do Louvre, recorreu já, por diversas vezes a este tipo de financiamento para financiar a aquisição e restauração de obras de arte importantes, como é o caso por exemplo, a campanha de financiamento lançada para adquirir a obra “Le Panier de Fraises des Bois” de Chardin.<sup>69</sup>

O que se pretende é financiar projetos com fundos provenientes, habitualmente de investidores que apoiam a criatividade e iniciativa, sendo o seu retorno, a realização do proposto.

Segundo os autores Arwin Schwienbacher e Thomas Lambert<sup>70</sup>, este tipo de beneficiários que optam pelo crowdfunding de doação, tendem a ter mais sucesso na arrecadação de quantias, do que o crowdfunding de investimento.

Quanto ao crowdfunding de recompensa, este prevê recompensar os seus investidores através de meios não financeiros, como por exemplo, produtos ou serviços. Esta modalidade revela muita importância, no comportamento e teste de novos produtos no mercado.

Um dos exemplos mais relevantes, deste tipo de modalidade, refere-se à campanha feita para arrecadação de financiamento destinado ao pagamento da dívida grega, na qual se arrecadaram 2 milhões de euros, provenientes de 14 mil investidores. Nesta campanha os

---

<sup>68</sup>BELEZAS, Fernando (2019) - *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.<sup>a</sup> ed. Coimbra: Almeida.

<sup>69</sup>AZIMI, Roxana (2023), “The Louvre Launches public funding for Chardin’s “Le Panier de Fraises des Bois”, LeMonde, 7 nov.2023. Disponível em: [https://www.lemonde.fr/en/culture/article/2023/11/07/the-louvre-launches-public-funding-campaign-for-chardin-s-le-panier-de-fraises-des-bois\\_6233686\\_30.html](https://www.lemonde.fr/en/culture/article/2023/11/07/the-louvre-launches-public-funding-campaign-for-chardin-s-le-panier-de-fraises-des-bois_6233686_30.html), em: [https://www.lemonde.fr/en/culture/article/2023/11/07/the-louvre-launches-public-funding-campaign-for-chardin-s-le-panier-de-fraises-des-bois\\_6233686\\_30.html](https://www.lemonde.fr/en/culture/article/2023/11/07/the-louvre-launches-public-funding-campaign-for-chardin-s-le-panier-de-fraises-des-bois_6233686_30.html), consult. em 26/02/2025.

<sup>70</sup> LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin (2010) - “An Empirical Analysis of Crowdfunding”. Disponível em: <https://pt.scribd.com/document/686232315/47770544-an-Empirical-Analysis-of-Crowdfunding>, consult. em 26/02/2025.

beneficiários prometiam como recompensa uma ilha grega, tendo sido posteriormente terminada por falta de consentimento do governo<sup>71</sup>.

#### 4.2.2. Crowdfunding de Capital e de Empréstimo

O crowdfunding de capital, permite que os investidores adquiram participações na empresa, em troca de contribuições financeiras. A remuneração deste tipo de financiamento pode ser feita através da distribuição de lucros e dividendos da sociedade na qual, o investidor tem participação.<sup>72</sup>

Também conhecido como equity crowdfunding, poderá envolver a transmissão de valores mobiliários. Relativamente à intermediação e à autorização das plataformas, o seu regime atual será abordado no capítulo referente ao Regulamento 2020/1503 da União Europeia.

Já o crowdfunding de empréstimo, oferece uma abordagem diferente, na qual os investidores procedem ao financiamento de projetos, com expectativa de reaverem o seu capital, acrescendo-lhe os respetivos juros.<sup>73</sup>

Esta modalidade, subdivide-se, em Peer-to-Peer Lending, que interliga diretamente o mutuário e o mutuante, numa espécie de contrato de mútuo, na qual a transmissão e o acesso à informação das empresas pelos investidores é necessário, podendo estes analisar a rentabilidade do investimento; e Marketplace Lending, no qual a plataforma atua como intermediário, entre os beneficiários que emitem obrigações e os investidores que as adquirem, não se verificando uma relação direta entre os sujeitos, esta apenas ocorre, no âmbito da relação contratual posteriormente estabelecida.<sup>74</sup>

### 4.3 Os Benefícios e Riscos da Inovação Financeira

---

<sup>71</sup> SANTOS, J. V. (2022) - *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, p. 301.

<sup>72</sup>BELEZAS, Fernando (2019) - *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.<sup>a</sup> ed., Coimbra: Almedina, p. 26.

<sup>73</sup> Ibid.

<sup>74</sup> MENEZES CORDEIRO, António; OLIVEIRA, Ana Prestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (Coords.) (2017) - “P2P Lending”, in GERALDES, Luís Roquette; SILVA, João Lima da; CARDOSO, Francisca Seara (eds.) - *FinTech: Desafios da tecnologia financeira*. Coimbra: Almedina, pp. 311-314.

A sua maior acessibilidade, em comparação com o financiamento bancário, permite que muitas ideias sejam testadas, uma vez que, de outra forma não seria possível dado os seus elevados custos.

A transmissão de confiança é fundamental para as plataformas, visto que a descrença nas ferramentas digitais suscita, por vezes, algumas reservas. Por este motivo, os utilizadores poderão analisar a confiabilidade das plataformas através de sistemas de rating.<sup>75</sup>

No entanto, apesar dos benefícios que detém, este tipo de financiamento aporta também alguns riscos, associados habitualmente à perda de capitais investidos, por parte dos investidores e à possibilidade de fraude e branqueamento de capitais, e para além disso, a potencial existência de conflito de interesses entre plataformas e investidores ou a assimetria de informação<sup>76</sup>, que se configura ainda como uma realidade neste universo.<sup>77</sup>

Enquanto as empresas de capital de risco e os business angels, têm acesso a oportunidades de investimento através de partilha de informação de redes negociais, os investidores do crowdfunding, terão acesso a informação meramente publicitária baseando-se unicamente na análise feita pela plataforma, que lhes é disponibilizada.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> SANTOS, J. V. (2022) - *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, p. 296.

<sup>76</sup> “A assimetria de informação, a utilização de novos métodos de avaliação de risco de potencial mais-valia (mas insuficientemente testados), aliado ao facto de a *due diligence* e os *scoring models* não estarem atualmente sujeitos a supervisão. Neste contexto, potenciais conflitos de interesse que podem conduzir a eventos designados “*cherry-picking*” (escolha seletiva).”, ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA (2019) - *Plataformas de Crowdfunding (Financiamento Colaborativo): Enquadramento Nacional e Internacional*. Lisboa: Divisão de Informação Legislativa e Parlamentar – DILP. (Coleção Temas, n.º 67), p. 8. Disponível em: <https://ficheiros.parlamento.pt/DILP/Publicacoes/Temas/67.PlataformasCrowdfunding/67.pdf>, consult. em 26/02/2025.

<sup>77</sup> BELEZAS, Fernando (2019) - *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.ª ed. Coimbra: Almedina, p. 27.

<sup>78</sup> MENEZES CORDEIRO, António; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (Coords.) (2019) - *FinTech II – Novos Estudos sobre Tecnologia Financeira*. Lisboa: Almedina. (Fora de Coleção), pp. 244-245.

#### 4.4. As Entidades Reguladoras

São colocados dois grandes desafios às entidades reguladoras, criar instrumentos capazes de acompanhar a evolução tecnológica, e não deturpar o natural e potencial desenvolvimento da mesma. (Vieira dos Santos, 2022)

Em resposta às falhas que decorreram da grande crise internacional, foi criado o Sistema Europeu de Supervisão Financeira<sup>79</sup>, a 4 de novembro de 2010, integrando-o, com estatuto de agências na União Europeia, três entidades de supervisão, a ESMA<sup>80</sup>, a EBA<sup>81</sup> e a EIOPA<sup>82</sup>

#### 4.6. Da Normatividade à Automação

No sentido de não comprometer uma regulamentação ajustada, é crucial analisarmos abordagens mais flexíveis que permitam aos reguladores testar novas soluções financeiras sem comprometer o mercado.

##### 4.6.1. Soft Law

A Soft Law é um instrumento já conhecido no direito, no entanto, é necessário analisá-lo neste contexto, uma vez que, de facto, a inovação tecnológica surge como um tema um pouco distinto de outras matérias.

Caracterizada por normas não vinculativas, como “(...) recomendações, instruções, pareceres, comunicações, linhas orientadoras e entendimentos.”<sup>83</sup> Apesar de toda a incerteza

---

<sup>79</sup> o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF). Este sistema visa reforçar a supervisão dos mercados financeiros e é composto por várias entidades, incluindo três autoridades de supervisão específicas. PARLAMENTO EUROPEU - “Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF)”. *Fichas temáticas sobre a União Europeia*. Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/84/sistema-europeu-de-supervisao-financeira-sesf>, consult. em 26/02/2025.

<sup>80</sup> Estudos da ESMA, da EBA e da Comissão Europeia (2015,2016,2017 e 2018) consideraram que as plataformas de financiamento colaborativo conseguiam suprir a necessidade de um grupo de agentes que não teria acesso ao sistema bancário tradicional, por não serem considerados clientes rentáveis, ou seguros. LOURENÇO, Belchior (2019) - *Plataformas de Crowdfunding (Financiamento Colaborativo): Enquadramento Nacional e Internacional*. Lisboa: Assembleia da República, Divisão de Informação Legislativa e Parlamentar – DILP. (Coleção Temas, n.º 67), p. 6.

<sup>81</sup> AUTORIDADE BANCÁRIA EUROPEIA (EBA) - “Missão e funções”. Disponível em: <https://www.eba.europa.eu/>; AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS (ESMA) - “Sobre a ESMA”. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/>, consult. em 26/02/2025.

<sup>82</sup> AUTORIDADE EUROPEIA DOS SEGUROS E PENÇÕES COMPLEMENTARES DE REFORMA (EIOPA) - “Missão e competências”. Disponível em: <https://www.eiopa.europa.eu/>, consult. em 26/02/2025.

<sup>83</sup> SANTOS, J. V. (2022) - *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, pp. 134, 301.

que sugere, é uma figura de extrema relevância para promover o conhecimento e colmatar lacunas que possam existir.

#### 4.6.2. Autorregulação

A autorregulação é também conhecida no mundo jurídico. Este fenómeno ocorre, quando as próprias empresas fintech definem normas de conduta para determinadas situações, sem intervenção de um legislador. Estas normas têm um carácter mais prático, podendo até ser consideradas posteriormente como referência para a regulamentação. Citando João Vieira dos Santos “(...) a autorregulação pode ser definida como o sistema sob o qual as regras são feitas por aqueles a quem elas vão ser aplicadas.”

#### 4.6.3 Regtech e Suptech

As Regtech surgiram da necessidade de transparência e controlo, bem como do avanço das empresas de tecnologia financeira. O conceito refere-se à utilização da tecnologia para simplificar o cumprimento das normas no setor financeiro.

“A capacidade de monitoramento contínuo pode proporcionar insights quase em tempo real, por meio de inteligência artificial e aprendizagem profunda, sobre o funcionamento dos mercados a nível nacional e global. Isso permitiria que os reguladores previssem problemas antes que eles ocorressem...”<sup>84</sup>

A sua estrutura apoia-se em tecnologias como a computação em nuvem, a inteligência artificial e a análise avançada de dados, permitindo uma gestão e um armazenamento eficientes. Ferramentas como o Processamento de Linguagem Natural (NLP) e APIs automatizam processos e promovem a interoperabilidade entre sistemas.<sup>85</sup>

---

<sup>84</sup> ARNER, Douglas W.; BARBERIS, János; BUCKLEY, Ross P. (2017) – “FinTech, RegTech, and the reconceptualization of financial regulation”, *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 37, n. 3, pp. 381–383, verão 2017. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1817&context=njilb>, consult. em 26/02/2025.

<sup>85</sup> ASCENT (2024) – “What is RegTech? Emerging technology is helping financial firms be more efficient, reduce regulatory risk, and lower their overall compliance costs”. Disponível em: <https://www.ascentregtech.com/what-is-regtech>, consult. em 26/02/2025.

Além disso, as Suptech, utilizadas na supervisão de entidades reguladoras, representam uma vantagem ao permitirem uma monitorização mais eficaz e a geração de indicadores de risco em tempo real.<sup>86</sup>

#### 4.6.4. Regulatory Sandboxes

No caso específico do crowdfunding, não se justifica a submissão de uma plataforma a um Regulatory Sandbox<sup>87</sup>, a menos que esta utilize uma tecnologia emergente, como a inteligência artificial. Perante este possível cenário, estaríamos diante de uma terceira vertente da fintech, que justificaria a necessidade de um ambiente regulatório experimental para analisar os impactos dessa inovação de forma compatível com as normas existentes.<sup>88</sup>

### Capítulo V- Regime jurídico do Financiamento Colaborativo

No ano de 2015, ainda não existiam em Portugal, plataformas, dadas as numerosas restrições que lhes eram impostas.<sup>89</sup> . Neste período constatava-se que o Código dos Valores Mobiliários constituía relativamente à emissão de valores mobiliários um regime bastante oneroso, pois eram abrangidos pelos artigos 304º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários. (Santos J. V., 2015)

O artigo 304º-A do CMVM, dispõe que, no caso de responsabilidade civil, a culpa do intermediário financeiro se presume, se o dano for causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação.

---

<sup>86</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD (2020) – *The use of supervisory and regulatory technology by authorities and regulated institutions: Market developments and financial stability implications*. 9 out. 2020. Disponível em: <https://www.fsb.org/uploads/P091020.pdf>, consult. em 26/02/2025.

<sup>87</sup> “é um quadro criado por um regulador do setor financeiro para permitir testes em pequena escala e em ambiente real de inovações por empresas privadas, num ambiente controlado (operando sob uma isenção especial, autorização ou outra exceção limitada e temporária) sob a supervisão do regulador.” (tradução nossa), JENIK, I.; LAUER, K. (2017) – *Regulatory Sandboxes and Financial Inclusion*. Outubro de 2017. Disponível em: <https://www.cgap.org/sites/default/files/Working-Paper-Regulatory-Sandboxes-Oct-2017.pdf>, consult. em 26/02/2025.

<sup>88</sup> SANTOS, J. V. (2022) – *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, pp. 156-162.

<sup>89</sup> SANTOS, João Vieira dos (201X) – “Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades / Crowdfunding as a way to finance companies”, *Revista Eletrónica de Direito*, mar. 2015. Disponível em: [https://cij.up.pt/client/files/0000000001/8\\_676.pdf](https://cij.up.pt/client/files/0000000001/8_676.pdf), consult. em 26/02/2025.

Levantava-se também uma outra questão, à luz do art. 200º da Lei Bancária, que sancionava com pena de prisão até cinco anos, o agente que recebesse de outrem, fundos a título de depósito ou reembolsáveis, sem que para tal estivesse habilitado. Como o crowdfunding por empréstimo, necessitaria de o fazer, com base nesta norma, as plataformas poderiam incorrer em responsabilidade penal, por não estarem habilitadas. (Santos J. V., 2015)

O primeiro passo, em direção à regulamentação do financiamento colaborativo, teve como base o lançamento do Projeto-Lei nº419/XII, apresentado pelo Grupo Parlamentar do Partido socialista em 30 de abril de 2013, que foi aprovado por unanimidade em julho de 2015, na última sessão da Plenária da XII Legislatura, no entanto, apesar disso, esteve estagnado por um período superior a dois anos.<sup>90</sup>

Em 2015, surge então, a Lei nº102/2015, de 24 de agosto, que aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, destacando a CMVM para regular o Crowdfunding por empréstimo e de Capital.<sup>91</sup>

Em 25 de maio de 2016, é publicado o Regulamento da CMVM n.º1/2016, para complementar tecnicamente o RJFC, estabelecendo regras procedimentais.

### 5.1. A implementação da Lei nº102/2015, de 24 de agosto

O regime do financiamento colaborativo, começava, na sua versão original, por estatuir na norma n.º2, que o financiamento colaborativo era i financiamento de atividades , entidades ou projetos, e que para se integrar sob a alçada deste regime, seriam necessários três requisitos, i) que as entidades, projetos ou atividades, se registassem, ii) que o registo fosse feito em plataformas eletrónicas acessíveis da Internet; e iii) com o objetivo de proceder à angariação de parcelas de investimento de um, ou vários investidores.

---

<sup>90</sup> PORTUGAL. Assembleia da República - *Projeto de Lei n.º 419/XII/2*. Disponível em: <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalleIniciativa.aspx?BID=37741>, consult. em 26/02/2025.

<sup>91</sup> Artigo 23º, n.º1, RJFC- “São aplicáveis aos regulamentos a emitir pela CMVM o disposto nos artigos 369º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.”

No artigo n. 3º do mesmo diploma, eram definidas taxativamente as modalidades de crowdfunding, sendo elas, o financiamento colaborativo através de donativo, a); com recompensa, b); de capital, c); e por empréstimo, d).<sup>92</sup>

A lei permitia que fossem titulares de plataformas de financiamento colaborativo quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada, definindo-lhes deveres como assegurar aos investidores o acesso à informação dos produtos que disponibilizam, a confidencialidade da informação que recebem dos investidores, restringindo-as ainda de proceder ao aconselhamento e recomendação quanto aos investimentos, proibindo a recompensa sob forma de comissão, bem como a possibilidade e gerir fundos ou deter valores mobiliários.<sup>93</sup>

Para além destas relevantes estipulações jurídicas, também o RJFC, dispunha, quanto à possibilidade da alteração das condições de oferta, pressupondo a possibilidade de os fundos angariados não corresponderem ao montante inicialmente estipulado, no artigo 9º<sup>94</sup>. No caso de tal suceder, os beneficiários deverão proceder à devolução dos montantes que tiverem recebido nos casos em que a transferência já tenha ocorrido, à exceção da circunstância em que na oferta, expressamente refira a possibilidade de alteração dos montantes e do prazo, e essa informação tenha sido prestada inicialmente aos investidores.

Se efetivamente for alterado ou o prazo, ou o montante os beneficiários deverão comunicar aos investidores, as alterações supervenientes do investimento, bem como o prazo estipulado ou o novo montante máximo. Atente-se que nesta possibilidade, é apenas permitida a alteração uma única vez.<sup>95</sup>

O regime português, permite desta forma, que os financiamentos não sejam totalmente abandonados, pela exclusiva questão de ainda não terem atingido os montantes previstos, podendo assim prorrogar-se o tempo cuja angariação necessita, ou diminuindo os montantes,

---

<sup>92</sup> *Ibid*, Art. 3º.

<sup>93</sup> *Ibid*, Art. 4º,5º.

<sup>94</sup> No modelo all-or-nothing, o valor só pode ser recebido se se atingir o montante total, inicialmente estipulado, dentro do prazo, já no modelo keep-it-all, o capital angariado pode ser mantido mesmo se o objetivo não for alcançado. Todas as alterações são devidamente comunicadas ao investidor BELEZAS, Fernando (2019) – *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.ª ed. Coimbra: Almedina, pp. 26, 86.

<sup>95</sup> Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto – *Regime jurídico do financiamento colaborativo*, art. 9º.

para um valor realizável, uma vez que esta norma não se alterou com a introdução do Regulamento 2020/1503, mantêm-se as regras.

Seguidamente, no artigo 10º, aponte-se a importância do disposto no n.º 2, relativamente à possibilidade do caso da emissão de instrumentos financeiros, na modalidade de financiamento colaborativo por empréstimo, apondo a obrigatoriedade de se destacar a intervenção de um intermediário financeiro, e a submissão ao regime aplicável ao mercado de instrumentos financeiros. Nos demais casos, as plataformas não estariam habilitadas a fazê-lo, isto é, sempre que estivesse em causa a emissão de instrumentos financeiros era impreterivelmente necessária a intervenção de intermediário financeiro.<sup>96</sup>

## 5.2. O regime do financiamento colaborativo de capital ou empréstimo

Na formulação inicial, o RJFC, previa para a atividade de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, que as entidades gestoras das plataformas eletrónicas, se deveriam registar previamente junto da CMVM, a quem cabia a regulação e supervisão da sua atividade, para que assim, fosse possível, o controlo e a avaliação das plataformas, no caso de estarem aptas para iniciarem funções.<sup>97</sup>

Este fator, não prejudicava, a possibilidade o exercício da supervisão própria do Banco de Portugal e outros reguladores, sempre que a atividade desenvolvida pelas partes determinasse a aplicação dos regimes jurídicos de supervisão e regulação respetivos, como o disposto no artigo 10º n.º 3.<sup>98</sup>

O diploma, previa igualmente limites máximos de investimento anual, definidos pelos CMVM, com base no seu rendimento e perfil, estabelecendo ainda um limite máximo por oferta.<sup>99</sup>

---

<sup>96</sup> *Ibid.*, art. 10.º.

<sup>97</sup> Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto – *Regime jurídico do financiamento colaborativo*, art. 15.º (versão original).

<sup>98</sup> *Ibid.*, art. 10.º, n.º 3.

<sup>99</sup> *Ibid.*, art. 18º, 19º, 20º.

Uma vez que implementado anteriormente à publicação do Regulamento Europeu, que promoveu a harmonização legislativa na UE, este regime centrava-se preferencialmente na proteção do investidor e na definição dos contornos jurídicos do financiamento colaborativo.

### 5.3. O regulamento da CMVM nº1/2016, de 25 de maio

No âmbito da sua atividade regulatória, a CMVM publicou o Regulamento n.º 1/2016, referente ao financiamento colaborativo por capital ou por empréstimo, estabelecendo disposições sobre o acesso à atividade de intermediação, o registo plataformas, os deveres entidades que as gerem, a obrigação de prestar informação, os limites de angariação e de investimento, as relações com prestadores de serviços de pagamento e os deveres sobre a prevenção de conflitos de interesses.

São estabelecidos no referido regulamento a necessidade das plataformas, procederem ao seu registo junto da CMVM, para poderem operar, exigindo-lhe um capital mínimo de 50.000 euros ou um seguro<sup>100</sup> adequado à atividade. Aquando da tentativa de registo, as plataformas deverão fazer conhecer à CMVM, informações detalhadas sobre a sua estrutura e sobre o modelo de negócio.<sup>101</sup>

O registo poderá ser recusado, fundamentado na falta de cumprimento dos respetivos requisitos, ou na existência de irregularidades. Para além disso, se a atividade não se tiver iniciado no prazo de 12 meses, após o registo, poderá a CMVM cancelar o mesmo.<sup>102</sup>

A idoneidade dos administradores é também exigida, no âmbito destes serem titulares de participações qualificadas, devendo assim fornecer informações sobre a experiência profissional.<sup>103</sup>

---

<sup>100</sup> Refere-se a um seguro de responsabilidade civil, adequado à atividade, ou equivalente a este, que cubra pelo menos 1 milhão de euros, por sinistro e globalmente, 1 milhão e 500 mil euros, para os sinistros que ocorram durante o período de um ano. Artigo 2º, n.º 1 b), Regulamento CMVM 1/2016 de 25 de maio

<sup>101</sup> O Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 25 de maio (publicado no *Diário da República n.º 101/2016, Série II, de 25 de maio de 2016*, páginas 16449-16454) estabelece o regime aplicável ao financiamento colaborativo por capital ou empréstimo. Emissor: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Art.2º, Art.4º. Disponível em: <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/regulamento-cmvm/1-2016-74538824>

<sup>102</sup> *Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 25 de maio*- Art.3º; Art.5º

<sup>103</sup> *Ibid.*-Art.9º

No caso português, o valor limite, inicialmente estipulado por oferta, fixava-se em 3 mil e 10 mil euros no total, durante o período de um ano. Estes limites<sup>104</sup> são aplicáveis a pessoas coletivas, a pessoas singulares que tenham um rendimento anual superior a 70 mil euros, aos investidores qualificados, incluindo, as instituições de crédito e pessoas coletivas que de acordo com as suas últimas contas individuais, preencham dois critérios cumulativamente, i); ativo total de vinte milhões de euros, ii); volume de negócios líquido de quarenta milhões de euros, iii).<sup>105</sup> A imposição de limites ao investimento demonstra a tendencial preocupação em mitigar a exposição ao risco dos pequenos investidores.

As entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo, são obrigadas a disponibilizar informações legítimas e completas sobre os investimentos, permitindo que os investidores tomem uma decisão informada. O montante, a taxa de remuneração, a percentagem do valor já angariado, a notação de risco e as garantias, são parte da informação que terá de ser prestada.<sup>106</sup>

Relativamente ao artigo 15º do Regulamento da CMVM, e respeitando o previsto nos artigos 289º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários, vem clarificar o artigo 10º, n. 2º do RJFC, apenas entidades legalmente habilitadas podem desenvolver atividade de intermediação financeira, ou conceder crédito a título profissional, com recurso às plataformas de financiamento colaborativo, não existindo, portanto, um regime que derogue esta possibilidade.

No entanto, aquando do registo das plataformas estas deverão informar se revestem ou não natureza de intermediário financeiro ou agente vinculado de intermediário financeiro, e neste caso indicar o intermediário financeiro ao qual se encontra vinculado.<sup>107</sup>

---

<sup>104</sup> Ibid.-Art.-12º

<sup>105</sup> Código dos Valores Mobiliários – Art. 30.º, n.º 1, al. a) e k).

<sup>106</sup> Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2016) – *Regulamento da CMVM n.º 1/2016, de 25 de maio*-Artigos 13º e 14º.

<sup>107</sup> *Ibid.*, art. 4.º, n.º 1, al. j).

### 5.3.1. Portugal Finlab

Simultaneamente ao desenvolvimento desta estrutura jurídica, a CMVM, a ASF, o Banco de Portugal e a Associação Portugal Fintech, desenvolveram uma plataforma, designada Portugal Finlab<sup>108</sup>, que busca promover o ecossistema fintech em Portugal.

### 5.4. Regulamento EU 2020/1503, de 7 de outubro

O European Crowdfunding Service Providers Regulation (ECSPR), oficialmente designado por Regulamento (EU) 2020/1503<sup>109</sup>, entrou em vigor em novembro de 2021.

Surgindo no âmbito da harmonização legislativa da União Europeia, relativamente ao regime do financiamento colaborativo, veio impor alterações aos regimes dos Estados-membros, no caso português à Lei n.º 102/2015.

Os prestadores de serviços, segundo o art.12º n.º13, poderão fornecer outros serviços, se autorizadas por outras diretivas como a DMIF II ou PSD2. A autorização deverá definir em que âmbitos as plataformas poderão atuar, sendo o seu registo centralizado na ESMA, e a supervisão mantida pelas autoridades nacionais.

Entre os aspetos mais relevantes, o regulamento, estabeleceu um limite de 5 milhões de euros, num período de 12 meses, para oferta de financiamento colaborativo isenta da obrigação de prospeto, no entanto, deparou-se com a questão relativa à sobreposição legislativa do Regulamento da EU 2017/1129, que permitia aos Estados-Membros fixarem limites inferiores para dispensa da publicação de prospeto.<sup>110</sup>

Reconhecendo-se o risco de arbitragem regulatória, o Regulamento 2017/1129<sup>111</sup>, não foi completamente derogado, apenas se verificou a imposição do limite geral para os Estados-

---

<sup>108</sup> Innovation Hub, criada para start-ups ou instituições incumbentes de inovação, comunicarem com as entidades reguladoras. AUTORIDADE DE SUPERVISÃO DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES (ASF) – “Innovation Hub”. *Portugal Finlab*. Disponível em: <https://www.asf.com.pt/pt/portugal-finlab>, consult. em 27/02/2025.

<sup>109</sup> UNIÃO EUROPEIA. Conselho da União Europeia (2020) – *Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro*, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às empresas e que altera o Regulamento (UE) 2017/1129 e a Diretiva (UE) 2019/1937. *Jornal Oficial da União Europeia*, L 347, pp. 1–49, 20 out. 2020.

<sup>110</sup> UNIÃO EUROPEIA. Parlamento Europeu e Conselho (2020) – *Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro*, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades e que altera o Regulamento (UE) 2017/1129 e a Diretiva (UE) 2019/1937. *Jornal Oficial da União Europeia*, ponto (17).

<sup>111</sup> “(13) (...) os Estados-Membros deverão poder estabelecer no direito nacional um limiar entre 1 000 000 EUR e 8 000 000 EUR, expresso como valor total da oferta na União ao longo de um período de 12 meses, abaixo do qual deverá ser aplicável a isenção, tendo em conta o nível de proteção nacional dos investidores que considerem adequado.” - UNIÃO EUROPEIA. Parlamento Europeu e Conselho (2017) –

Membros, para evitar que as empresas optassem por operar em países com requisitos mais brandos, promovendo assim igualdade regulatória.

Dispõe ainda sobre a informação prestada aos investidores, estabelecendo a obrigatoriedade de uma Ficha de Informação Fundamental sobre o Investimento (KIIS). Além disso, as plataformas devem avaliar o perfil do investidor, simulando ainda a sua capacidade de perdas. São impostas medidas de proteção mais rigorosas para investidores não sofisticados, não se prevendo a impossibilidade de acesso ao financiamento, mas sim, a emissão, para estes, de um alerta sobre o risco.

Anteriormente, o RJFC, no seu artigo 10º, n.º 2, determinava que quando estivesse em causa a emissão de valores mobiliários, a intervenção de intermediário financeiro autorizado, era obrigatória, no entanto, com a entrada em vigor do Regulamento da EU, esta norma foi alterada, uma vez que os prestadores de serviços de financiamento colaborativo passaram a estar excluídos da aplicação da DMIF II, evitando assim a exigência de uma dupla autorização.

As plataformas poderão sugerir projetos a investidores individuais<sup>112</sup>, ou gerir carteiras de empréstimos, devendo agir no interesse dos investidores. O artigo 10º, aponta que serviços como a custódia de ativos e de pagamentos não estão incluídos na autorização do crowdfunding e apenas poderão ser prestadas pelo próprio prestador ou por um terceiro, se estiver habilitado ao abrigo da Diretiva 2013/36/UE ou da Diretiva (UE) 2015/2366.

Quanto à prestação de informação, o regulamento dispõe referindo que as ferramentas de filtragem das plataformas não são consideradas consultoria de investimento segundo a (DMIF II) Diretiva 2014/65/EU<sup>113</sup>, desde que forneçam informações neutras e com base em critérios objetivos.<sup>114</sup>

---

*Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE. Jornal Oficial da União Europeia, L 168, p. 12. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129>, consult. em 27/02/2025.*

<sup>112</sup> Regulamento (UE) 2020/1503, art. 3.º, n.º 4).

<sup>113</sup> Diretiva 2014/65/UE, de 15 de maio, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (reformulação). *Jornal Oficial da União Europeia*. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065>.

<sup>114</sup> Como por exemplo, setor económico, taxa de juro e categoria do risco.

Quanto ao tratamento de queixas, por parte dos prestadores de serviços, as plataformas devem adotar procedimentos eficazes e transparentes, permitindo que os seus clientes possam apresentar queixas de forma gratuita.<sup>115</sup>

A ESMA, foi pelo regulamento incumbida de desenvolver normas técnicas para padronizar os requisitos, formatos e procedimentos das queixas, posteriormente adotados pela Comissão Europeia através do Regulamento Delegado da União Europeia 2022/2117, de 13 de julho de 2022<sup>116</sup>.

As plataformas que pretendam atuar fora no âmbito nacional, devem proceder à comunicação da autoridade competente no seu país de origem, informando a lista de Estados-Membros nos quais pretendem operar, a identidade dos responsáveis pela operação, a data prevista para início de prestação de serviços e eventuais atividades que não estejam abrangidas pelo regulamento, permitindo a atividade transfronteiriça.<sup>117</sup>

Relativamente à proteção dos investidores, são estipuladas disposições no capítulo IV do regulamento, sobre informação das plataformas ao cliente, a exigência de um período de reflexão pré-contratual, para investidores não sofisticados<sup>118</sup>, a divulgação da taxa de incumprimento<sup>119</sup>, prova de conhecimentos para admissão e simulação da capacidade de suportar perdas<sup>120</sup>, ficha de informação fundamental sobre o investimento<sup>121</sup> e boletim informativo<sup>122</sup>, bem como acesso aos registos.

---

<sup>115</sup> Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro- Art. 7.º.

<sup>116</sup> Regulamento Delegado (UE) 2022/2117 da Comissão, de 13 de julho de 2022, que complementa o Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito às normas técnicas de regulamentação que especificam os requisitos, os formatos normalizados e os procedimentos relativos ao tratamento de queixas. *Jornal Oficial da União Europeia*. 7

<sup>117</sup> Regulamento (UE) 2020/1503, art. 18.º.

<sup>118</sup> *Ibid.*, art. 22.º.

<sup>119</sup> *Ibid.*, art. 20.º – o regulamento dispõe sobre a divulgação anual de taxas de incumprimento dos projetos de financiamento ao longo pelo menos, dos últimos 36 meses e resumo dos pressupostos utilizados no cálculo da taxa, exigindo que deverão estar publicadas em lugar de destaque no sítio web do prestador de serviços do financiamento colaborativo.

<sup>120</sup> No artigo 21.º, as plataformas ficam adstritas a solicitação de informações sobre a experiência do potencial investidor, avaliando os objetivos do seu investimento e a sua situação financeira. Exige-se que os investidores não sofisticados procedam a uma simulação da sua capacidade de suportar perdas, calculada em 10% do seu património líquido.

<sup>121</sup> Segundo o artigo 23.º do regulamento, deverão constar da ficha informativa, dados do projeto, advertência de risco, indicadores financeiros relevantes, custos e taxas e atualizações.

<sup>122</sup> No artigo 25.º, refere “Os prestadores de serviços de financiamento colaborativo podem operar um boletim informativo no qual permitem aos seus clientes anunciarem o seu interesse em comprar e vender empréstimos, valores mobiliários ou instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo que tenham sido inicialmente oferecidos nas suas plataformas de financiamento colaborativo.”, devendo, contudo, informar os seus clientes das limitações que lhes são impostas.

A introdução deste regulamento, foi um passo importante para o desenvolvimento do financiamento colaborativo na EU, uma vez que clarifica e limita o regime, evitando a discricionariedade de cada Estado-Membro, no estabelecimento de um regime próprio do financiamento colaborativo.

O regulamento aplica-se diretamente a todos os Estados-Membros, sobrepondo-se ao regime nacional, respeitando-se o princípio do primado.

## Capítulo VI- Crowdfunding em Portugal: Beneficiários, Investidores e Desafios no Quadro Regulatório

### 6.1. Beneficiários

No ordenamento jurídico português o CVM designa as entidades responsáveis pelas ofertas como emitentes e o RJFC por beneficiários, justificando-se por ser mais abrangente. (Belezas, 2019)<sup>123</sup>

Segundo o RJFC, no seu artigo 7º,<sup>124</sup> dispunha que poderiam ser beneficiários quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras, que estivessem interessadas na angariação de fundos para as suas atividades ou projetos, através do financiamento colaborativo.

Já no Regulamento da EU 2020/1503, os beneficiários são descritos como promotores de projeto, tendo então o legislador português optado por alargar o âmbito na sua disposição, o que talvez se justifique pelo facto de aqui, ter tido em conta as modalidades de financiamento colaborativo por donativo e recompensa.<sup>125</sup>

Os beneficiários deverão prestar informações às plataformas de financiamento colaborativo, à cerca da sua identificação, toda a informação financeira relevante sobre a entidade beneficiária, e sobre os projetos a financiar, devendo ainda os beneficiários de financiamento colaborativo de capital e empréstimo, proceder ao envio anual à CMVM e às

---

<sup>123</sup> Esta questão justifica-se pelo facto do RJFC considerar mais correto, este termo, uma vez que as ofertas podem ou não envolver emissão de valores mobiliários. BELEZAS, Fernando (2019) – *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.ª ed. Coimbra: Almedina, pp. 26, 67.

<sup>124</sup> Norma revogada pelo Artigo 16.º do/a Decreto-Lei n.º 66/2023 - Diário da República n.º 153/2023, Série I de 2023-08-08, em vigor a partir de 2023-08-09.

<sup>125</sup> SANTOS, J. V. (2022) – *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, pp. 301, 392.

plataformas com as quais mantem relação, os respetivos relatórios de atividade<sup>126</sup>, visando a informação consequente dos investidores.<sup>127</sup>

O artigo 14º, n.º 2 complementa referindo que a informação prestada pelos beneficiários, deverá ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e licita,<sup>128</sup> para que os investidores possam fomentar as suas decisões quanto à oferta e quanto ao beneficiário.

## 6.2. Investidores

Relativamente aos investidores, a sua definição legal levanta algumas questões.

O RJFC englobava como investidores, todo o tipo de financiadores, não os distinguindo em razão da modalidade de financiamento colaborativo.<sup>129</sup>

Levantava-se aqui a questão dos investidores poderem ser categorizados conforme profissional ou não profissional, uma vez que no Regulamento n.º 1/2016 da CMVM, refere, “Quando as ofertas se destinem a ser subscritas, em exclusivo, por investidores que preencham os requisitos previstos nas alíneas a) e b) do n.º 2 do artigo 12.º, os limites máximos previstos no número anterior são de EUR 5.000.000.” Já o Regulamento divide-os, em investidores sofisticados e não sofisticados, atribuindo aos últimos um conjunto de medidas distintas, como o verificado.

Na lei portuguesa, regime do financiamento colaborativo não se encontrava expressamente previsto o dever de prestação de informação pelos beneficiários, no entanto o Regulamento da CMVM, dispõe quanto a isso, exigindo que as plataformas procedessem à identificação dos investidores, através do IFIFC.<sup>130</sup>

---

<sup>126</sup> Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto) - art. 17.º.

<sup>127</sup> BELEZAS, Fernando (2019) – *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.ª ed. Coimbra: Almedina, pp. 68.

<sup>128</sup> Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto- art. 14.º, n.º 2.o

<sup>129</sup> *Ibid.*, art. 2.º- “(...) a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.”, esta apresentação na lei como um ou vários investidores individuais, levanta a questão de apenas se poder dirigir a um investidor específico, o que acaba por desvirtuar a finalidade do modo colaborativo.

<sup>130</sup> “Para além disso, cada oferta de investimento tem disponível em momento prévio à aceitação da oferta, um documento com Informações Fundamentais Destinadas aos Investidores de Financiamento Colaborativo (IFIFC).” GoParity. (n.d.). *Prestação de Informação aos Investidores*. GoParity. Disponível em: <https://backend.goparity.com/storage/app/uploads/public/62c/2cc/f99/62c2ccf998022262568730.pdf>

### 6.3. Plataformas

As plataformas são imprescindíveis para completar o conceito de financiamento colaborativo. É através destas que investidores e beneficiários se encontram, devendo por tal garantir a transparência e o bom funcionamento desta modalidade alternativa, tentando sempre que possível, afastar o risco das partes que nela intervêm.

Segundo o Regulamento da EU 2020/1503, as plataformas estão impedidas lançar projetos, bem como de aceitá-los sendo estes provenientes de titulares de participações sociais que detenham 20% ou mais, do capital ou dos direitos de voto, titulares de órgãos de gestão ou os seus colaboradores, ou de uma entidade singular ou coletiva ligada aos acionistas, gestores ou funcionários através de uma relação de controlo.<sup>131</sup> Apesar de não poderem utilizar a plataforma como meio de arrecadação de financiamento, poderão fazer investimentos em projetos que estejam presentes na plataforma, se verificado a inexistência de conflito de interesses.<sup>132</sup>

---

<sup>131</sup> Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro- Art. 8.º.

<sup>132</sup> *Ibid.*, ponto (26).

### 6.3.1. Intermediação das entidades gestoras de plataformas

As plataformas de financiamento, ao abrigo de regime próprio, distinto do aplicável aos intermediários financeiros, poderão conceder empréstimos, cumprindo os requisitos que lhes são aplicáveis.

A DMIF II<sup>133</sup>, prevê no seu artigo 3º, a isenção da sua aplicação ao crowdfunding, tendo o legislador português, anteriormente à entrada em vigor do Regulamento da UE 2020/1503, optado por não fazer uso dessa prerrogativa.

No RJFC, afigurava-se obrigatório a intervenção de um intermediário financeiro, sempre que estivesse em causa a emissão de valores mobiliários, com o Regulamento da EU, este parâmetro sofreu alteração, podendo agora as plataformas devidamente autorizadas intermediar diretamente.

Muitas plataformas ultrapassam a mera publicação de anúncios, desempenhando um papel mais interventivo ao facilitar a subscrição da oferta e divulgar oportunidades de investimento por email, contribuindo desta forma para uma maior visibilidade e captação de capital.<sup>134</sup>

Também neste sentido o Regulamento da EU 2020/1503<sup>135</sup>, admite a possibilidade da celebração do contrato de colocação<sup>136</sup> pelas plataformas, visto ser recorrente o seu uso. Adicionalmente, a DMIF II, também prevê uma isenção à obrigatoriedade de intervenção de intermediários financeiros para a colocação nas ofertas de crowdfunding.<sup>137</sup>

## 6.4 Regime sancionatório

O regime sancionatório, estipulado no RJFC, divide em categorias de muito grave, graves e menos graves, as contraordenações na prática da atividade de financiamento colaborativo.

---

<sup>133</sup> UNIÃO EUROPEIA. Parlamento Europeu e Conselho (2014) – *Diretiva 2014/65/UE, de 15 de maio*, relativa aos mercados de instrumentos financeiros. *Jornal Oficial da União Europeia*.

<sup>134</sup> SANTOS, J. V. (2022) – *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech – Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Coimbra: Almedina, pp. 74, 353.

<sup>135</sup> *Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro*.

<sup>136</sup> Art.338º CVM

<sup>137</sup> SANTOS, J. V. *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*: Almedina, 2022, p.353

São consideradas contraordenações muito graves a realização de atividades de financiamento colaborativo sem autorização ou fora dos limites permitidos pela lei, bem como a divulgação de informações falsas, incompletas ou enganosas. Para além destas, a perturbação da supervisão, a violação de regras sobre conflitos de interesses e o proveito de benefícios ilegítimos.<sup>138</sup>

As contraordenações graves, incluem o não cumprimento de requisitos prudenciais, a ausência de sistemas de controlo adequados e também irregularidades na gestão e reclamações, bem como a adoção de uma conduta ética e profissional desvirtuosa.<sup>139</sup>

Quanto às contraordenações menos graves, o legislador não as tipificou, sugerindo que neste parâmetro se incluem todas as que nos outros não couberem e que a sua violação seja contra os deveres consagrados no regime jurídico do financiamento colaborativo e a sua regulamentação, ou noutra legislação, quer nacional, quer da União Europeia.<sup>140</sup>

## 6.5 Alterações no Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

O RJFC, foi alterado pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, que introduziu regras de fiscalização e penalização, revogando algumas disposições. Após a entrada em vigor do Regulamento da UE 2020/1503, o RJFC, passou a centrar-se na regulação do financiamento colaborativo de donativo e recompensa, ficando as modalidades de capital e empréstimo, abrangidas pelo regime europeu.

Com a introdução do Decreto-lei nº 66/2023, que ajustou a legislação nacional ao regulamento da UE 2020/1503, o artigo 4º da Lei nº 3/2018, define que as contraordenações muito graves são puníveis com coima entre os 5 mil e 1 milhão de euros; as contraordenações graves, entre 2 mil e 500 euros e 500 mil euros; e as contraordenações menos graves, são puníveis com coima entre mil e 200 mil euros, para além destas coimas, no nº5 são previstas sanções acessórias.<sup>141</sup>

---

<sup>138</sup> Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto – art. 22.º-F.

<sup>139</sup> *Ibid.*, art. 22.º-G.

<sup>140</sup> *Ibid.*, art. 22.º-H.

<sup>141</sup> “apreensão e perda do objeto da infração, incluindo o produto do benefício obtido pelo infrator através da prática da contraordenação” e a “interdição temporária do exercício pelo infrator da profissão ou da atividade a que a contraordenação respeita.”, CARLOS PINTO DE ABREU & ASSOCIADOS – “O crowdfunding ou financiamento colaborativo”. Disponível

Mais recentemente, a Lei nº1/2025, derogando o Decreto-Lei n.º 66/2023, vindo reformular o regime sancionatório, introduzindo novas disposições, nos artigos 22º A a K.

Para além disso, as coimas aplicáveis, são puníveis com montantes entre 5 mil e 750 mil euros, para infrações muito graves, entre 2 500 e 500 mil euros, para infrações graves, e entre 1 500 e 150 mil euros para infrações menos graves, sendo prevista a possibilidade do limite máximo da coima ser aumentado, aplicando-se entre o triplo do benefício económico obtido ilicitamente, 10% do volume de negócios para contraordenações muito graves e 5% do volume de negócios para as contraordenações graves, conforme as últimas contas aprovadas pela entidade infratora.<sup>142</sup>

## 6.6. Desafios no Crowdfunding

O financiamento colaborativo, bem como as suas plataformas encontram algumas barreiras ao seu desenvolvimento, podendo estas ser relativas à estratégia, regulamentação e estrutura.

Este tipo de plataformas estão a desenvolver-se num mercado dominado por grandes acabando por se voltar para um universo de investimentos mais arriscados, que são excluídos por estes

Numa perspetiva médio-longo prazo, as plataformas serão obrigadas a procurar investimentos mais seguros, que não lhes ofereçam tanto risco de incumprimento, competindo diretamente com os bancos.<sup>143</sup>

Para além disso, a OCDE aponta, que para corrigir falhas como os problemas de coordenação, o risco moral, a Seleção Adversa, o poder do mercado e as barreiras à entrada do mercado, a regulamentação terá de intervir com algumas soluções.<sup>144</sup>

---

em: [https://carlospintodeabreu.com/public/files/societario\\_crowdfunding.pdf#:~:text=No%20artigo%2018%20diz](https://carlospintodeabreu.com/public/files/societario_crowdfunding.pdf#:~:text=No%20artigo%2018%20diz), consult. em 26/02/2025

<sup>142</sup> Lei n.º 1/2025, de 6 de janeiro – Art. 22.º-E.

<sup>143</sup> A presente questão intensifica-se devido ao facto de os bancos terem uma relação de longa data com os seus clientes, e, portanto, é lhes facilitado o estudo sobre o tipo de investimento, o risco de incumprimento e a possibilidade de sucesso. Segundo o identificado no relatório de pesquisa da OCDE. AVRYLCHYK, Olena (2019) – “Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms”. *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1513, p. 9. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/oec/ecoaaa/1513-en.html>, consult. em 28/02/2025.

<sup>144</sup> “Já a proposta de ação da Comissão Europeia segue uma linha tendencialmente restritiva, quando se considera o leque de soluções regulamentares, uma vez que não menciona as valências de automatização de empréstimos, limita o valor máximo do empréstimo, proíbe o investimento em empréstimos e limita a

Segundo o "2015 Survey Responses Report" do Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO-IOSCO)<sup>145</sup>, através da sua recolha de dados, entendeu-se que o financiamento colaborativo tinha sido regulado de diferentes formas, consoante o ordenamento jurídico. Alguns países como o Brasil<sup>146</sup>, aplicavam um regime mais flexível, com algumas vantagens, como por exemplo, a isenção de registo e a aplicação de normas mais flexíveis para determinado tipo de ofertas.<sup>147</sup>

A indefinição inicial e a falta de uniformização da regulação, deu origem a que inicialmente alguns países não tivessem um regime específico para o financiamento colaborativo, ou por não terem um mercado voltado para esse tipo de financiamento, ou por não entenderem qual seria a melhor forma para o regular.

Para além disso, em alguns ordenamentos jurídicos a classificação das plataformas como intermediários ou bancos, na sua formal acessão, tornava especialmente mais difícil a sua legalização, e na realidade não condizia totalmente com a atividade que praticavam.<sup>148</sup>

Desta forma, o financiamento colaborativo de investimento, evoluiu de diferentes formas, acabando por proibi-lo, e outras por colocar barreiras à sua expansão.

Nos EUA, com a implementação do JOBS Act<sup>149</sup>, o equity crowdfunding conseguiu expandir-se, encontrando investidores sofisticados e impondo exigências de registo e transparência das plataformas.

---

responsabilidade das plataformas em sede de mercado secundário (*bulletin boards*).”, AVRYLCHYK, Olena (2019) – “Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms”. *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1513, p. 9.

<sup>145</sup>BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) (2015) – *Crowdfunding: 2015 Survey Responses Report*. FR29/2015, dez. 2015. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>, consult. em 28/02/2025.

<sup>146</sup>No caso do Brasil, embora a regulamentação específica para o financiamento coletivo só tenha sido implementada em 2017 através da Instrução Normativa CVM n.º 588 de 13 de agosto de 2017, anteriormente, algumas ofertas públicas de valores mobiliários poderiam beneficiar de isenções de registo, desde que cumprissem determinados critérios, como serem emitidas por micro ou pequenas empresas e não excederem certos limites de captação. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) (2017) – *Instrução CVM n.º 588, de 13 de julho de 2017*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>.

<sup>147</sup>IOSCO (2015) – *Crowdfunding: 2015 Survey Responses Report*, pp. 4–6. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf><https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>.

<sup>148</sup>KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane (2014) – *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper*, IOSCO Research Department, International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD459.pdf>, p. 30, consult. em 28/02/2025.

### 6.6.1. Assimetria da informação, seleção adversa e risco moral

No universo económico a informação é a base de todo o processo, avaliação e tomada de decisão, para que seja possível preparar decisões fundamentadas.

“A disponibilidade de informações está diretamente ligada à formação de estratégias.” (Jr. & Pires, 2000)<sup>150</sup>

A seleção adversa decorre da problemática do acesso à informação, na medida em que a seleção dos investimentos se verifica ineficiente, uma vez que não se recolhe informação de qualidade, tanto do âmbito investidor, quanto beneficiário.

Não tendo acesso a informação fiável, as plataformas não conseguirão apreciar quais são os bons projetos, pois não conseguem entender qual é o seu estado, por falta de sinalização, o que conseqüentemente leva ao facto de classificarem todos os investimentos da mesma forma, não podendo aferir quais são os melhores ou piores

As plataformas oferecem aos seus utilizadores informações sobre a avaliação do risco, de forma semelhante às agências de classificação de crédito<sup>151</sup>, colocando-se sempre a questão de se estas informações poderão ser consideradas de qualidade, uma vez que não assumem responsabilidade pelas mesmas.<sup>152</sup>

No estudo "How does P2P lending fit into the consumer credit market?" (Discussão nº 30/2016 do Deutsche Bundesbank), Roure, Pelizzon e Tasca analisam o papel do P2P lending no mercado de crédito ao consumidor, comparando-o com os empréstimos bancários tradicionais. A análise reflete que os juros do financiamento colaborativo são superiores aos do financiamento tradicional, oferecido pelas instituições bancárias, uma vez que o risco se afigura superior.

---

<sup>149</sup> MILLER, George C. (2013) – *Crowdfunding under the JOBS Act: What Investors Need to Know*. Shustak Reynolds & Partners, P.C., nov. 2013. Disponível em: <https://shufirm.com/crowdfunding-under-the-jobs-act-what-investors-need-to-know>, consult. em 28/02/2025.

<sup>150</sup> PINTO JR., Helder Q.; PIRES, Melissa Cristina Pinto (2000) – *Assimetria de informações e problemas regulatórios*. Rio de Janeiro: Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP). Disponível em: <https://www.gov.br/anp/pt-br/centrais-de-conteudo/notas-e-estudos-tecnicos/notas-tecnicas/arquivos/2000/nota-tecnica-9-2000.pdf>, consult. em 28/02/2025.

<sup>151</sup> Segundo Davis e Murphy, as plataformas assumem uma forma de aconselhamento financeiro, com esta conduta. DAVIS, Kevin; MURPHY, Jacob (2016) – “Peer-to-peer lending: Structures, risks and regulation”. *JASSA – The Finsia Journal of Applied Finance*, n. ° 3, p. 40. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2862252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2862252).

<sup>152</sup> HAVRYLCHYK, Olena (2018) – “Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms”. *OECD Economics Department Working Papers*, n. ° 1513, p. 8. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/oec/ecoaaa/1513-en.html>.

Os pesquisadores do Deutsche Bundesbank, apontam ainda para o facto de que os beneficiários dos empréstimos são habitualmente rejeitados, numa primeira instância pelos bancos e apenas depois recorrem a este tipo de financiamento alternativo.<sup>153</sup>

No mesmo seguimento, o estudo realizado pela Funding Circle, que é a maior plataforma britânica ao serviço das PME's, elaborado por Yannis Pierrakis e Liam Collins, reflete que, as motivações para recorrerem ao financiamento alternativo, têm em conta o facto de que o financiamento tradicional é muito demorado, apresentam falta de garantias para que lhes seja concedido financiamento, é bastante oneroso ou têm um histórico de crédito negativo.<sup>154</sup>

Se os credores delegarem totalmente a análise do risco às plataformas, estas poderão tornar-se menos exigentes quanto à qualidade dos investimentos. A crise de 2008, foi um exemplo de que conceder crédito de forma excessivamente arriscada, poderá suscitar uma grande instabilidade financeira, a implementação de regulação eficaz, evita a maximização da concessão de empréstimos sem ter em conta o risco.<sup>155</sup>

## 6.7. Itália

A Itália foi o primeiro país da Europa a regular o crowdfunding. A nota diferenciadora deste ordenamento jurídico, passava por, não permitir que todos se financiassem a partir desta alternativa, cingindo essa possibilidade a start-ups<sup>156</sup> inovadoras e PME's ou organismos de investimento coletivo (OICR). A 14 de julho de 2013, a CONSOB publicou a “Regolmaneto sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”.

---

<sup>153</sup> ROURE, Calebe de; PELIZZON, Lorian; TASCIA, Paolo (2016) – *How does P2P lending fit into the consumer credit market? Discussion Paper*, n.º 30, Deutsche Bundesbank. Disponível em: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/704046/b53dc281b4666672e6d526a35e50fd50/mL/2016-08-12-dkp-30-data.pdf>.

<sup>154</sup> PIERRAKIS, Yannis; COLLINS, Liam (s.d.) – *Banking on Each Other: Peer-to-Peer Lending to Business – Evidence from Funding Circle*, p. 33. NESTA. Disponível em: [https://media.nesta.org.uk/documents/banking\\_on\\_each\\_other.pdf](https://media.nesta.org.uk/documents/banking_on_each_other.pdf)

<sup>155</sup> HAVRYLCHYK, Olena (2018) – “Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms”. *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1513, pp. 23–24. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/oec/ecoaaa/1513-en.html>, consult. em 28/02/2025.

<sup>156</sup> *Decreto-Lei n.º 179, de 18 de outubro de 2012* – Misure urgenti per la crescita del Paese. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, Roma, 19 out. 2012. Disponível em: [https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL\\_181012\\_179.pdf](https://www.gazzettaufficiale.it/moduli/DL_181012_179.pdf)

À semelhança do regime português, estipulou a obrigatoriedade de registo junto da CONSOB, a necessidade de partilha de informação para proteção dos investidores, os deveres de conduta das plataformas, a isenção de prospeto até 5 milhões de euros.

A CONSOB e o Banco de Itália são as entidades nacionais competentes para regulação e supervisão, segundo o TUF<sup>157</sup>.

A deliberação 22720 de junho de 2023, veio proceder à harmonização do regime italiano, com o Regulamento da UE 2020/1503.

Este regime foi considerado inicialmente, bastante restritivo, uma vez que apenas era indicado para determinadas entidades, o que levou posteriormente ao alargamento do seu âmbito<sup>158</sup>, permitindo a maior inclusão no acesso ao financiamento, por parte de todas as PME's.

## 6.8. Alemanha

Na Alemanha a lei que regulou o crowdfunding foi a *Kleinanlegerschutzgesetz*<sup>159</sup>, de 10 de julho de 2015, estabelecendo um regime simplificado.

As modalidades de financiamento incluíam os profit-participating e os subordinated loans, diferenciando os investidores profissionais e não profissionais, estabelecendo limites, que poderiam ser ultrapassados, com base na apresentação de rendimentos, no entanto, sendo obrigatório seguro de responsabilidade civil.<sup>160</sup>

A KASG, dispõe também sobre a proteção dos investidores não profissionais, sobre os deveres de informação e sobre os anúncios e publicidade, abstendo-se na regulação da restrição ao mercado secundário.

Este regime foi bastante criticado, uma que não submetia as plataformas à supervisão, o que gerou algumas preocupações quanto à proteção dos investidores, no entanto, por outro

<sup>157</sup> ITÁLIA. *Art. 4-sexies.1, Testo Unico della Finanza (TUF)*. Disponível em: <https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-i/art4sexies1.html>

<sup>158</sup> BELEZAS, Fernando (2019) – *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2.ª ed. Coimbra: Almedina.

<sup>159</sup> *Kleinanlegerschutzgesetz* – Lei de proteção dos pequenos investidores, 2014. *Bundesministerium der Justiz (BMJ)*. Disponível em: [https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/2014\\_Kleinanlegerschutzgesetz.html](https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/2014_Kleinanlegerschutzgesetz.html).

<sup>160</sup> *Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV)* – Regulamento sobre intermediários de investimentos financeiros. Disponível em: <https://www.gesetze-im-internet.de/finvermv/BJNR100610012.html>

lado era extremamente conservador e protetor dos investidores. Com a entrada em vigor do Regulamento da EU, o regime passou a alinhar-se com o regime europeu, suprimindo as lacunas existentes, especialmente relativas à supervisão.

## 6.9. Espanha

Também em 2015, surge em Espanha a Ley 5/2015, “Ley de Fomento de la Financiación Empresarial”, para regular o crowdfunding. Esta lei veio estabelecer as diretrizes para o desenvolvimento do financiamento colaborativo, regulando as plataformas, tendo à semelhança de outros ordenamentos, mantido, a proibição destas deterem fundos e executarem ordens.

O RJPPF<sup>161</sup>, estabeleceu limites à oferta e ao investimento, bem como a necessidade das plataformas obterem uma autorização previa junto da CNMV.

Este regime foi criticado pela sua complexidade regulatória e por ser excessivamente restritivo e conservador<sup>162</sup>, limitando o potencial crescimento de novos projetos, de empresas emergentes.

Também com a introdução das normas europeias, foi possível uma maior abertura, permitindo a circulação e integração das plataformas no mercado europeu, o que se contrapõe ao anterior regime nacional.

## Capítulo VII- Perspetivas futuras: Regulação e transformação do mercado

O crowdfunding evolui a diferentes velocidades, no mundo. No Brasil, a ampliação dos limites de angariação<sup>163</sup>, permitiu financiar projetos maiores, ao passo que no regime do Reino Unido sofre fortes críticas por ser ainda demasiado rigoroso<sup>164</sup>, retirando a possibilidade das pequenas empresas recorrerem a esta alternativa. Apesar das disparidades

---

<sup>161</sup> O Régimen Jurídico de las Plataformas de Financiación Participativa (RJPPF) em Espanha é o quadro legal que regula as plataformas de crowdfunding, estabelecido na Lei 5/2015, de 27 de abril.

<sup>162</sup> SÁNCHEZ, Ángel Uisao – “Crowdfunding de litígios na Espanha”. *Lawyers Litigation Finance. Consejo General de la Abogacía Española*. Disponível em: <https://www.abogacia.es/pt/actualidad/noticias/la-financiacion-colectiva-de-litigios-en-espana>.

<sup>163</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) (2022) – *Resolução CVM n.º 88*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2022/cvm-promove-alteracao-nas-regras-do-crowdfunding-de-investimento>

<sup>164</sup> SIEG, Jennifer (s.d.) – “FCA slammed by crowdfunding industry for over-regulation”. *City A.M.* Disponível em: <https://www.cityam.com/fca-slammed-by-crowdfunding-industry-for-over-regulation/>, consult. em 03/03/2025.

normativas, espera-se uma maior harmonização, como exemplifica a União Europeia com a implementação do Regulamento UE 2020/1503.

Paralelamente a introdução da inteligência artificial e a blockchain, está a transformar as plataformas de crowdfunding.<sup>165</sup> Os contratos inteligentes, a prevenção de fraudes e a redução do risco de transações não autorizadas, estão no foco do uso destas tecnologias.

Também o desenvolvimento de outros tipos de crowdfunding, como o imobiliário, que permite que múltiplos investidores contribuam com pequenas quantias para financiar projetos imobiliários, como o exemplo da plataforma português “Querido, investi numa casa!”<sup>166</sup>

A procura crescente por projetos sustentáveis e socialmente responsáveis, leva a campanhas de crowdfunding centradas em energia limpa, empresas sociais e produtos éticos, também como o exemplo português da marca “Zouri Shoes”<sup>167</sup>, que recorreu ao financiamento colaborativo, para criar calçado vegan, que não usa material de base animal.

## Conclusão

A presente investigação demonstrou que a regulamentação do crowdfunding tem evoluído para equilibrar inovação e segurança dos investidores, sendo marcada pelo Regulamento da Eu 2020/1503, que uniformizou normas na UE, facilitando operações transfronteiriças.

Conclui-se que o crowdfunding democratiza o acesso ao financiamento, sendo assim um mecanismo interessante para reduzir o funding gap das startups e PME’s, no entanto, a cooperação internacional vê-se extremamente importante neste âmbito.

É notório que a adoção de medidas protetoras pela lei, é fundamental, uma vez que esta modalidade de financiamento abrange um universo vasto e heterogéneo de investidores, constando nele, investidores não profissionais e pessoas jovens sem experiência, cuja literacia financeira é difícil de apurar, se é indicada para proceder ao investimento.

A evolução do crowdfunding, resultará no mercado financeiro como um para-quedas ao empreendedorismo e à dinamização económica, buscando democratizar o financiamento e

---

<sup>165</sup>ÜNSAL, Mustafa Savaş (2025) – *Blockchain and stablecoin integration for crowdfunding: a framework for enhanced efficiency, security, and liquidity*. Preprint. Istanbul: Istanbul Nisantasi University.

<sup>166</sup> QUERIDO INVESTI – “Sobre nós”. Disponível em: <https://www.queridoinvesti.pt/pt/sobre-nos>.

<sup>167</sup> PÚBLICO (2019) – “Zouri transforma plástico das praias em calçado”. *Público*, 12 fev. 2019. Disponível em: <https://www.publico.pt/2019/02/12/economia/noticia/zouri-transforma-plastico-praias-calcado-1861383>

também aliviar a pressão dos bancos, perspectivando-se uma parceria vantajosa para ambos. A inovação financeira impulsiona o crescimento do crowdfunding, mas também acarreta desafios e riscos, podendo comprometer a proteção do investidor, afetar a integridade do mercado e até amplificar o risco sistémico. Assim, cabe às entidades reguladoras garantir um equilíbrio entre o estímulo à inovação e a salvaguarda da estabilidade financeira.

## Bibliografia

### Livros

ALMEIDA, Paulo Pereira, *Banca e Bancários em Portugal: Diagnóstico e Mudanças nas Relações de Trabalho*, Celta Editora, 2001.

BARBOSA, Mafalda Miranda; GONÇALVES, José Luís Dias, *Instrumentos Financeiros: Valores mobiliários, Valores monetários, Derivados de crédito, Produtos de bancassurance*, Gestlegal, outubro de 2020.

BELEZAS, Fernando. *Crowdfunding: Regime jurídico do financiamento colaborativo*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2019.

CAETANO, Paulo. *Capital de Risco*. Lisboa: Actual Editora, 2013.

CAIADO, Aníbal Campos, *Gestão Bancária: Conceitos e Aplicações*, E.I. – Editora Internacional, 1998.

CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (Coords.). *FinTech II - Novos Estudos sobre Tecnologia Financeira*. Fora de Coleção. Lisboa: Almedina, 2019.

MENEZES CORDEIRO, António; BARRETO, António A. *Direito Bancário*. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2016.

OLIVEIRA, Ana Prestrelo de. *FinTech - Desafios da tecnologia financeira, o papel das startups nas FinTech e o ciclo de financiamento das start-ups*. Almedina, 2017.

SALAMZADEH, Aidin; KAWAMORITA KESIM, Hiroko. *Startup Companies: Life Cycle and Challenges*. In: 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), 2015, Belgrado, Sérvia. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2628861>.

SANTOS, João Vieira dos. *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*. Almedina, 2022.

## Artigos

AISEN, A.; FRANKEN, M. (2010). *Bank Credit During the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison*. International Monetary Fund. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10147.pdf>.

ARNÉ, Douglas W.; BARBERIS, János; BUCKLEY, Ross P. *FinTech, RegTech, and the reconceptualization of financial regulation*. Northwestern Journal of International Law & Business, v. 37, n. 3, 2017. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1817&context=njilb>.

BOYARCHENKO, Svetlana. *Life Cycle of Startup Financing*. SSRN Electronic Journal, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3835495>.

DAVIS, Kevin; MURPHY, Jacob. *Peer-to-peer lending: Structures, risks and regulation*. JASSA - The Finsia Journal of Applied Finance, n. 3, 2016. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2862252](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2862252).

DROVER, Will et al. *A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators*.

FITRININGRUM, Andriati; BUSRO; SAPUTRA, Dwi Fajar; RAHIM, Robbi. *Blockchain technology: revenue streams of long tail business*. In: SU-AFBE 2018: Proceedings of the 1st Sampoerna University-AFBE International Conference, 2018. Disponível em: <https://eudl.eu/doi/10.4108/eai.6-12-2018.2286339>.

LEAL, Miguel Rodrigues, *O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)*, Uría Menéndez – Proença de Carvalho, Lisboa, 2021. Disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/7435/documento/art04.pdf?id=12263>.

**PEREIRA, Clara Martins**, *A Regulamentação do Crowdfunding de Capital no Ordenamento Jurídico Português*, Direito Católica – Teses, e-book, Lisboa, 2019. Disponível em: <https://ciencia.ucp.pt/ws/portalfiles/portal/75710809/75710765.pdf>.

VAN DEN HEUVEL, M.J.T. *Online P2P Lending Expansion, Traditional Banking Competition, and The Financial Crisis of 2008*. 2021. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Tilburg University, Tilburg. Disponível em: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=151432>.

AVRYLCHYK, Olena. *Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms*. OECD Economics Department Working Papers, No. 1513, 2018. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/oec/eoaaaa/1513-en.html>.

#### Leis e Documentos Oficiais

PORTUGAL. *Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto*. Diário da República, n.º 164/2015, Série I, 24 ago. 2015.

UNIÃO EUROPEIA. *Regulamento (UE) 2020/1503 de 7 de outubro de 2020*. Jornal Oficial da União Europeia.

UNIÃO EUROPEIA. *Regulamento (UE) 2017/1129 de 14 de junho de 2017*. Jornal Oficial da União Europeia.

DIRETIVA 2014/65/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 15 de maio de 2014.

COMISSÃO EUROPEIA. *Report on Greek government deficit and debt statistics*. Brussels: European Commission, 2010.

TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU. *A intervenção da Comissão na crise financeira grega*. Relatório Especial n.º 17, 2017.

TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU. *Assistência financeira prestada a países em dificuldades*. Relatório Especial n.º 18, Luxemburgo, 2015.

#### Sites e Relatórios Online

ASCENT. *What is RegTech? Emerging technology is helping financial firms be more efficient, reduce regulatory risk, and lower their overall compliance costs*. 2024. Disponível em: <https://www.ascentregtech.com/what-is-regtech>.

BANCO DE COMPENSAÇÕES INTERNACIONAIS (BIS). *Fintech and the digital transformation of financial services*. BIS Papers No. 117, julho de 2021.

BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Crowdfunding: 2015 Survey Responses Report*. FR29/2015, dezembro de 2015.

CITY AM. SIEG, Jennifer. *“FCA slammed by crowdfunding industry for over-regulation.”*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017*.

EUROPEAN COMMISSION. *The Economic Adjustment Programme for Portugal*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2011.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FCA). *The use of supervisory and regulatory technology by authorities and regulated institutions: Market developments and financial stability implications*. 9 out. 2020.

JENIK, I.; LAUER, K. *Regulatory Sandboxes and Financial Inclusion*. Outubro de 2017.

KIRBY, Eleanor; WORNER, Shane. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO, 2014.

MILLER, George C. *Crowdfunding under the JOBS Act: What Investors Need to Know*. Shustak Reynolds & Partners, P.C., novembro de 2013.

STRIPE. *Como levantar capital para sua startup: um guia sobre etapas e fontes de financiamento*. Stripe, 2024.

ÜNSAL, Mustafa Savaş. *Blockchain and stablecoin integration for crowdfunding: a framework for enhanced efficiency, security, and liquidity*. Preprint. Istanbul: Istanbul Nisantasi University, 2025.

Jornais e Revistas

ECONOMISTAS DO BNDES. *Analisando a Crise do Subprime*. Revista do BNDES, v. 15, n. 30, p. 144-145, dez. 2008.

PÚBLICO. *Zouri transforma plástico das praias em calçado*. Público, 12 fev. 2019.

THE NEW YORK TIMES. CRESWELL, Julie; KRANTZ, Matt. *Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold*. The New York Times, 14 set. 2008.

LE MONDE. AZIMI, Roxana. *The Louvre launches public funding campaign for Chardin's 'Le Panier de fraises des bois'*. Le Monde, 7 nov. 2023.

REUTERS. HUMER, Caroline. *Lehman emerges from 3.5-year bankruptcy*. Reuters, 6 mar. 2012.

## Índice de figuras

Figura 1-“The Stages of Grief”- O ciclo de luto de Kübler-Ross .....	19
--	----