



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Análise dos Desafios Regulatórios do *Equity Crowdfunding*

Em particular no Ordenamento Jurídico Português

Tomás Miguel Castelo de Morais Pimentel

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto
2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Análise dos Desafios Regulatórios do
Equity Crowdfunding

Em particular no Ordenamento Jurídico Português

Tomás Miguel Castelo de Morais Pimentel

Orientador: Professor Doutor José Engrácia Antunes

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto
2023

*Ninguém vence sozinho,
nem no campo, nem na vida.*

Papa Francisco

Agradecimentos

Várias são as pessoas a quem devo um sentido agradecimento.

Aos meus pais, por serem os maiores modelos de coragem, superação, perseverança e por me ensinarem que o trabalho e a dedicação são o único caminho para o sucesso. Se hoje sou o que sou, deve-se inteiramente a vós.

Ao Tiago, o meu irmão, amigo, por me apoiar em todos os passos da minha vida, e por me dizer sempre o que mais preciso de ouvir. Às tuas palavras de apoio constantes e à tua presença nos momentos mais desafiantes, estarei eternamente grato.

À Daniela, por todo o companheirismo, incentivo, força transmitida, compreensão e apoio durante todos estes anos. Obrigado por sempre me incentivares a superar-me.

Ao Professor Doutor José Engrácia Antunes, o meu orientador, a quem devo um sincero agradecimento, por todos os conselhos e questões que me dirigiu, e pela constante disponibilidade demonstrada.

Aos meus avós, porque me ensinaram que não é sobre ter, mas sim sobre ser. Que por mais que tenhamos de recomeçar, nada mais é do que uma oportunidade para nos superarmos e reinventarmos. Palavras serão sempre ínfimas para expressar o meu agradecimento, por tudo o que sempre significaram para mim. Em particular, como um grande Homem sempre me ensinou, “o que importa é ter saúde e dinheiro para carapau”. Esta conquista também é tua.

A todos vós, o meu sincero obrigado.

Resumo

A revolução tecnológica dos últimos anos fomentou a crescente tendência de desenvolvimento de novos meios de financiamento alternativos ao sistema financeiro tradicional, que tem atraído cada vez mais a atenção dos diversos mercados e ordenamentos jurídicos a nível global. Uma das modalidades de serviços oferecidos pela FinTech mais disruptivas diz respeito ao *crowdfunding*, em particular, o financiamento colaborativo de capital. Como tal, o principal objetivo do presente trabalho é efetuar uma análise descritiva deste meio de financiamento, enumerando as suas principais vantagens e riscos inerentes, assim como os seus principais intervenientes, nomeadamente a figura do beneficiário, do investidor e da plataforma de financiamento.

A pertinência deste tema, deve-se sobretudo tanto pela relevância do mesmo para o financiamento de pequenas e médias empresas e *start-ups*, como pela sua complexidade jurídica. Dado que existem diversos desafios a nível regulatório, tanto à luz do direito comparado, assim como a nível nacional, pretendemos fazer uma análise expositiva de ambas, com especial enfoque no ordenamento jurídico português, procurando propor recomendações que visem ao aproveitamento desta modalidade no seu pináculo.

Palavras-chave: *Crowdfunding*; FinTech; financiamento; plataformas; investidores; beneficiários.

Abstract

The technological revolution of recent years has fostered the growing trend of developing new alternative means of financing to the traditional financial system, which has increasingly attracted the attention of the various markets and legal systems globally. One of the most disruptive service modalities offered by FinTech concerns crowdfunding, in particular, equity crowdfunding. As such, the main objective of this paper is to perform a descriptive analysis of this means of financing, listing its main advantages and inherent risks, as well as its main actors, namely the figure of the beneficiary, the investor and the financing platform.

The relevance of this topic is mainly due to its relevance for the financing of small and medium-sized enterprises and start-ups, as well as its legal complexity. Given that there are several challenges at regulatory level, both in the light of comparative law, as well as at national level, we intend to make an expository analysis of both, with special focus on the Portuguese legal system, seeking to propose recommendations aimed at the exploitation of this modality in its pinnacle.

Keywords: Crowdfunding; FinTech; financing; platforms; investors; beneficiaries.

Índice

Lista de siglas e abreviaturas.....	10
Capítulo 1: Introdução.....	11
1.1. Enquadramento e a importância do tema	11
1.2. Estrutura da dissertação	13
Capítulo 2: O fenómeno FinTech.....	14
2.1. História e evolução	14
2.2. Caracterização das atividades e serviços FinTech.....	16
Capítulo 3: <i>Crowdfunding</i>	18
3.1. Fundamentos básicos do <i>crowdfunding</i>	18
3.2. Financiamento colaborativo de capital	18
3.2.1. Processo.....	18
3.2.2. Definição	19
3.2.3. Benefícios e Riscos	20
3.3. Diferentes modelos de negócio do <i>crowdfunding</i>	22
Capítulo 4: Comparação entre os diferentes ordenamentos jurídicos	23
4.1. Direito Europeu	23
4.2. Direitos Nacionais	25
4.2.1. Reino Unido	25
4.2.2. Espanha	25
4.2.3. Alemanha	26
4.2.4. França	27
Capítulo 5: O regime português do <i>equity crowdfunding</i>	28
5.1. Lei n.º 102/2015 de 24 de agosto.....	28
5.2. Regulamento da CMVM n.º 1/2016	29
5.3. Os sujeitos intervenientes da relação jurídica de <i>crowdfunding</i>	32

5.3.1. A nível das plataformas de financiamento colaborativo	32
5.3.2. A nível do investidor	33
5.3.3. A nível do beneficiário	34
5.4. Intermediação de <i>equity crowdfunding</i>	35
5.4.1. Obrigações dos intermediários	35
5.4.2. Incumprimento das obrigações dos intermediários	36
Capítulo 6: Desafio regulatório do <i>crowdfunding</i>	37
Capítulo 7: Conclusão	43
Bibliografia.....	45

Lista de siglas e abreviaturas

APIs – Application Programming Interfaces

Art./ Arts. – Artigo/ Artigos

ATM – Automatic Teller Machine

B2B – Business-to-Business

Cfr – Confrontar

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DMIF – Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros

FCA – Financial Conduct Authority

IFIFC – Informações Fundamentais destinadas aos Investidores de Financiamento Colaborativo

KASG – Kleinanlegerschutzgesetz

LFFE – Ley de fomento de la Financiación Empresarial

n.º - Número

OFC – Oferta de financiamento colaborativo

p./ pp. – Página /Páginas

P2P – Peer-to-Peer

PME – Pequenas e médias empresas

RegTech – Regulatory Technology

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

RJPFP – Régimen jurídico de las Plataformas de Financiación Empresarial

ss. – Seguintes

UE – União Europeia

v. – Veja

vd. – Vide

Vol. – Volume

Capítulo 1: Introdução

1.1. Enquadramento e a importância do tema

Ao longo das últimas décadas, o fenómeno da FinTech tem tido um papel muito ativo em termos de inovação tecnológica, financeira e de delineação de novas formas de financiamento, permitindo que o mercado financeiro digital fosse alvo de uma grande evolução, que se traduziu não só na forma como os serviços financeiros são realizados, como também na própria ótica do utilizador dos mesmos. Os mercados da FinTech surgiram então, devido aos grandes avanços tecnológicos no setor financeiro, assim como para dar resposta à crise financeira e económica de 2007/2008, que constituiu um dos maiores obstáculos à obtenção de financiamento por parte das pequenas e médias empresas (doravante PME)¹.

Como tal, a FinTech tem tido um papel notório no desenvolvimento de plataformas tecnológicas disruptivas, que possibilitam a prestação de serviços financeiros de forma mais rápida e adequada, ajustada às necessidades dos clientes. Segundo uma perspetiva de constante melhoria face às instituições financeiras tradicionais, são vários os serviços prestados pela indústria da FinTech, sendo um deles o *crowdfunding*, também denominado de financiamento colaborativo, um novo modelo de concessão de crédito, figura central da presente dissertação.

Este conceito, presente em Portugal desde a última década, surgiu como meio alternativo aos canais tradicionais, com o objetivo de obter financiamento para um projeto, causa ou empresa, por intermédio de uma plataforma ligada à *Internet*, com recurso a uma multiplicidade de investidores, que constituem uma multidão de pessoas (*crowd*) com interesses em comum². Como veremos, existem fundamentalmente duas vertentes de *crowdfunding*: o não financeiro ou social; e o financeiro ou de investimento, ainda denominado de *crowdinvesting*.

A Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto (alterada pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro), que aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (doravante RJFC), começa por definir, no seu art. 3.º, quatro modalidades de investimento colaborativo: através de donativo, com recompensa, por empréstimo e de capital. O presente estudo recairá apenas na análise do último³.

¹ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA; DIOGO PEREIRA DUARTE, *FinTech - Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2019, 2.ª edição, p. 10 e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial Fintech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings*, Almedina, Coimbra, 2022, p. 31.

² JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, «Regime jurídico do crowdfunding (financiamento colaborativo)», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, 2017, N.º3, Almedina, p. 645.

³ O ordenamento jurídico português foi inevitavelmente inspirado por outros ordenamentos jurídicos. Ao realizar uma análise comparativa de diferentes regimes jurídicos em relação ao *crowdfunding*, podemos identificar as melhores práticas e adaptá-las ao contexto do nosso próprio sistema jurídico.

O financiamento colaborativo de cariz financeiro apresenta evidente relevância numa dimensão jurídica, pois no contrato de celebração do mesmo, existem duas relações jurídicas subjacentes, nomeadamente a que se estabelece entre as entidades gestoras das plataformas da *Internet* e os clientes (investidores ou beneficiários), assim como a que se afirma entre os investidores e os beneficiários do financiamento, decorrente dos contratos de investimento/financiamento⁴.

Tal tem suscitado várias questões relativamente à segurança das transações, assim como à necessidade de proporcionar transparência e credibilidade a todas as partes integrantes, que serão debatidas ao longo da presente dissertação. A relevância é tão notória, que nos últimos anos têm vindo a ser criadas iniciativas legislativas para regular o *crowdfunding* a nível europeu, onde se destaca o Regulamento (UE) 2020/1503, de 7 de outubro.

O Regulamento Europeu, não contém uma regulação exaustiva de toda a disciplina jurídica do *crowdfunding* em todas as suas dimensões, mas apenas em algumas delas, pelo que, nos propomos a analisar a complementariedade entre o Regulamento Europeu e as leis nacionais. Para tal, abordaremos o fenómeno FinTech, em particular na figura do financiamento colaborativo de capital, com o objetivo de fomentar a reflexão, análise e compreensão da abordagem regulatória mais adequada. Sendo fundamental compreender os seus benefícios, mitigar possíveis riscos e clarificar o modo como deve ser enquadrado no sistema jurídico português, bem como o papel da regulação na promoção da confiança e segurança de possíveis investidores.

As questões a que nos propomos responder são: (i) Como é que o *equity crowdfunding* se enquadra no atual regime jurídico português?; (ii) Será necessário estabelecer uma abordagem regulatória autónoma, em comparação com as formas de financiamento tradicionais?; (iii) Quais as principais diferenças entre a regulação do *equity crowdfunding* em Portugal e em outros países? e (iv) Face aos principais desafios regulatórios associados ao *crowdfunding*, quais as recomendações a ser consideradas?

Apesar de a resposta não ser óbvia, visamos fazer uma reflexão sobre estas e outras questões ao longo do presente estudo, pois acreditamos que fazer as perguntas corretas é um passo crucial para encontrar as soluções necessárias.

⁴ FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 47-48.

1.2. Estrutura da dissertação

A presente dissertação encontra-se dividida em cinco capítulos, para além da introdução (capítulo 1) e da conclusão (capítulo 7).

No capítulo 2, iremos analisar a história e evolução do fenómeno FinTech, assim como o papel revolucionário que tem desempenhado no mercado financeiro. Seguidamente, iremos proceder à categorização das atividades e serviços desenvolvidos pelas empresas FinTech, assim como iremos expor uma comparação com as instituições financeiras tradicionais.

Já no capítulo 3, teceremos algumas considerações sobre os fundamentos básicos do *crowdfunding*, bem como analisaremos as diferentes modalidades existentes. Discutiremos ainda os benefícios e riscos, com especial enfoque no *equity crowdfunding*, como tema central da presente dissertação, e nos seus diferentes modelos de negócio.

No que concerne ao capítulo 4, este será dedicado a uma análise dos diferentes ordenamentos jurídicos, pois existem várias soluções legislativas para a regulação desta atividade. Avançaremos com uma revisão do direito europeu e com uma análise comparativa de diversos ordenamentos jurídicos nacionais.

O capítulo 5 recairá sobre a análise da legislação portuguesa em matéria de *crowdfunding*, em particular, do RJFC, assim como do Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante CMVM). Seguidamente, iremos abordar os três intervenientes da relação jurídica, bem como os deveres adstritos aos intermediários de financiamento colaborativo.

No capítulo 6, dada a falta de uniformização, propomo-nos a refletir sobre a complementariedade entre o Regulamento Europeu e as Leis Nacionais, bem como, a dar resposta às questões colocadas ao longo da dissertação.

Por último, no capítulo 7 procuraremos formular as nossas conclusões, assim como tecer os comentários finais de reflexão sobre possíveis soluções a problemas atuais, numa tentativa de adequação regulatória em matéria de *equity crowdfunding*, no ordenamento jurídico português, assim como, de mitigação de um ambiente tão complexo da inovação tecnológica no sistema financeiro.

Capítulo 2: O fenómeno FinTech

2.1. História e evolução

Nas últimas décadas, tem-se testemunhado avanços significativos em inovações tecnológicas decorrentes dos processos de digitalização, reforçadas pelo recurso a novas tecnologias, tais como a inteligência artificial, *internet of things*, *big data*, *blockchain* e a *Distributed Ledger Technology*⁵. Estas possibilitaram a criação de novos modelos de negócio, assim como, de diferentes formas de interação entre os investidores e os clientes, novos procedimentos e modelos regulatórios.

Assim, surge o fenómeno FinTech, termo que resulta da aglutinação dos termos Finanças e Tecnologia. De acordo com o Financial Stability Board, este conceito pode ser definido como uma inovação tecnológica nos serviços financeiros, podendo tal resultar em novos modelos de negócio, aplicações, processos ou produtos, com um efeito considerável na prestação de serviços financeiros⁶.

A aplicação das tecnologias aos processos empresariais não se assemelha recente, pois no século XIX, mais precisamente em 1866, existiu o primeiro esforço conjunto das áreas de finanças e tecnologia, com a primeira introdução do telégrafo e subsequente instalação, bem sucedida, dos primeiros cabos transatlânticos. Posteriormente, em 1918, foi criada pela Reserva Federal Americana, a revolucionária Fedwire, que possibilitou a transferência de fundos em tempo real, através do uso de tecnologias como o telégrafo e o código Morse. Já em meados de 1970, existiu uma nova revolução tecnológica, marcada pela introdução das primeiras caixas de multibanco, nomeadamente, as *Automatic Teller Machine* (ATM) pela Barclays Bank⁷.

Não obstante, apenas nos últimos anos, com a evolução da economia digital é que o movimento da FinTech tem ganho força. Tal deve-se, maioritariamente, à necessidade de empreendedorismo, sentida por parte de vários setores da sociedade, sobretudo após a grande crise de 2007/2008⁸. Adicionalmente, a FinTech emerge também, decorrente de uma grande desconfiança, tanto dos investidores, como dos consumidores nas instituições financeiras após este período, como também, da necessidade premente de encontrar uma solução para colmatar

⁵ COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *DLT, IA e ESG*, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2021, in <https://www.cmvm.pt/>, (12.01.2023).

⁶ Cfr., para mais desenvolvimentos, FINANCIAL STABILITY BOARD, *Financial Stability Implications from FinTech*, Financial Stability Board, 2017, in <https://www.fsb.org/>, p.7, (15.01.2023).

⁷ DOUGLAS ARNER; JÁNOS BARBERIS; ROSS BUCKLEY, «The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?», in *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper*, 2015, N.º 2015/0473, pp.4-9.

⁸ JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de Formas de Financiamento...*, cit., p. 31.

os elevados custos e a inerente complexidade e morosidade associada aos processos de prestação de serviços financeiros prestados pelos bancos⁹.

Esta evolução veio colocar um inevitável desafio às instituições financeiras tradicionais, que se viram confrontadas com a necessidade de encontrarem uma estratégia que lhes permitisse adaptar-se ao mercado e, conseqüentemente, tornarem-se mais disruptivas e competitivas. Assim, no caso concreto das instituições bancárias, verificou-se uma cooperação destas com as FinTechs, principalmente, por as primeiras possuírem muitos ativos e por terem um número substancial de clientes leais face às FinTechs. Esta parceria veio permitir que, por um lado, as FinTechs beneficiassem da experiência e conhecimento das entidades bancárias na conformidade regulatória e, por outro lado, que estas últimas beneficiassem da tecnologia fornecida pelas primeiras, facilitando a interação e obtenção de novos clientes, bem como a melhoria da experiência destes com os seus produtos bancários¹⁰. Adicionalmente, tornou-se fundamental para as instituições financeiras tradicionais, a incorporação de inovações tecnológicas, assim como a diversificação da sua oferta de produtos e serviços de investimento, de modo a garantir a otimização da experiência do cliente e a satisfação das suas necessidades¹¹.

Verificando-se ainda que tais necessidades encontram-se estritamente ligadas à crescente literacia e tendência digital por parte das gerações chamadas de *millennials (generation Y)*, até à *Digital Natives (generation Z)* e atual *generation Alpha*, facilitando, o surgimento de novos canais de comunicação e formas de consumo de produtos financeiros¹².

Sublinha-se igualmente, o papel acelerador da pandemia de Covid-19 na adoção da FinTech, segundo um estudo elaborado em conjunto pelo Banco Mundial, pela Cambridge Centre for Alternative Finance e pelo Fórum Económico Mundial em 2020. A crise pandémica impulsionou a criação de uma sinergia entre a FinTech e os bancos, tendo ainda a sua utilização sido notória no crescimento de diversos serviços financeiros *online*, tais como, os pagamentos

⁹ Assim, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *et alii*, *op. cit.*, p. 10.

¹⁰ Com efeito, tem-se que a revolução das FinTech, está a ser maioritariamente impulsionada pelos *millennials* e gerações subsequentes, que são mais *tech-savvy* face às gerações anteriores, o que a longo prazo poderá afigurar-se como uma barreira para os bancos tradicionais, caso não acompanhem a tendência tecnológica. Cfr. DIVYA ANAND; MURALI MANTRALA, *op. cit.*

¹¹ *Idem*, pp.10, ss.

¹² O Banco de Portugal tem reforçado o seu posicionamento sobre esta temática, procurando dinamizar iniciativas que fomentam o debate das oportunidades criadas, assim como, dos indissociáveis desafios, causados pelas inovações tecnológicas, que se colocam ao sistema financeiro, bem como à regulação do mesmo. Cfr. BANCO DE PORTUGAL, *Banco de Portugal e FinTechs debatem as oportunidades do open banking e o sucesso do Portugal FinLab*, Banco de Portugal, 2019, in <https://www.bportugal.pt/>, (19.01.2023).

digitais e remessas (aumentaram cerca de 60%), os bancos digitais (aproximadamente 22%) e poupança digital (cerca de 19%)¹³.

Todavia, surgiram também vários desafios. Entre os quais, riscos para a estabilidade financeira, através da existência de atividades financeiras menos reguladas; riscos no que concerne à própria tecnologia, relativamente aos dados confidenciais e ao seu acesso via ataques cibernéticos, podendo afetar tanto bancos como instituições não financeiras e ainda riscos de branqueamento de capitais ou até de financiamento de atividades ilícitas¹⁴.

2.2. Caracterização das atividades e serviços FinTech

À semelhança da falta de consenso relativamente à definição da FinTech, a categorização das diferentes atividades desenvolvidas pelas empresas nesta temática, não é igualmente pacífica. Na sequência da falta de consenso, alguns autores vieram sustentar a existência de quatro categorias de modelos de negócio¹⁵. De modo geral, as categorias *financing* (que inclui o *crowdfunding*, o *crowdlending* e o *crowdinvesting*), *asset management* (que compreende o *robo advice*, o *social trading* e o *factoring*) e *payments* (por exemplo, *crypto currencies* e *alternative payment systems*) são geralmente consensuais, contudo as suas opiniões divergem quanto à quarta categoria.

Todavia, consideramos ser crucial adotar uma das categorizações, para servir como ponto de partida para a futura investigação empírica. O modelo proposto por KNEWTSON e ROSENBAUM, organiza as atividades realizadas pelas empresas FinTech em quatro categorias, nomeadamente, em alternativas monetárias, intermediação de capital, a InvestTech e, por fim, a infraestrutura¹⁶. Optámos por fazer uma adaptação do modelo proposto por estes autores, dado que acreditamos ser o que estabelece uma analogia mais eficaz ao sistema financeiro tradicional, que descrevemos de seguida.

¹³ Cfr. JOHN BEIRNE; JAMES VILLAFUERTE; BRYAN ZHANG, *FINTECH AND COVID-19: Impacts, Challenges, and Policy Priorities for Asia*, Asian Development Bank Institute, 2022, in <https://www.adb.org/>, p.68, (22.01.2023).

¹⁴ *Idem*, p.132.

¹⁵ Cfr., GREGOR DORFLEITNER *et alii*, «Definition of FinTech and Description of the FinTech Industry», in *FinTech in Germany*, 2017, pp.5-10 e ANJAN THAKOR, «Fintech and banking: What do we know?», in *Journal of Financial Intermediation*, 2020, Vol. 41, p. 2.

¹⁶ HEATHER KNEWTSON; ZACHARY ROSENBAUM, «Toward understanding FinTech and its industry», in *Managerial Finance*, 2020, Vol. 46, N.º 8, p.1049. Note-se que, a última categoria relativa à Infraestrutura (que inclui as CreditTechs, as *Financial API Techs* e as *Financial RegTechs*) não será alvo de discussão, dado não ser relevante para o presente trabalho.

Alternativas Monetárias

As alternativas monetárias incluem as empresas FinTech, que providenciam dinheiro e serviços relacionados com dinheiro, incluindo empresas que prestam serviços de pagamento por criptomoedas, por Peer-to-Peer (P2P) e Business-to-Business (B2B). Desempenham parte do papel que os bancos tradicionais outrora desempenharam¹⁷.

Intermediação de capital

A intermediação de capital é composta por empresas que desempenham o papel de intermediação: Bancos Digitais, InsurTechs e LendTechs¹⁸. Os Bancos Digitais incluem tanto o *mobile banking* como as suas infraestruturas, sendo que podem ser separados em duas categorias, os neobancos e os *challenger banks*¹⁹. Já as LendTechs oferecem opções de financiamento alternativas aos consumidores, sendo uma delas o P2P *lending*, que em sentido lato, envolve a concessão de crédito a indivíduos e empresas como meio alternativo ao sistema bancário tradicional, colocando em contacto, de forma direta ou indiretamente, os beneficiários (mutuários) e os investidores (mutuantes), através de uma plataforma *online*²⁰.

InvestTech

Na categoria InvestTech, o principal modelo de negócio FinTech diz respeito ao financiamento colaborativo, que se pode subdividir em quatro categorias: (i) através de donativo; (ii) com recompensa; (iii) de capital (*equity crowdfunding*) e (iv) por empréstimo, sendo que estas últimas duas categorias podem ser agrupadas numa só intitulada de *investment crowdfunding*²¹.

¹⁷ HEATHER KNEWTSON; ZACHARY ROSENBAUM, *op. cit.* p.1049. A decorrente perda de confiança pública nas instituições bancárias, desde a crise financeira, assim como, a crescente necessidade de serviços mais eficientes e económicos para o processamento de transações, tanto nacionais como internacionais, marcaram o ponto de viragem para os serviços financeiros FinTech e para as alternativas monetárias.

¹⁸ Ora, como as InsurTechs, empresas de tecnologia que oferecem soluções inovadoras para o mercado de seguros, competem diretamente com as organizações de seguros tradicionais, tema que não é alvo de exposição na presente dissertação, não irão ser abordadas. *Idem*, pp. 1052-1053.

¹⁹ Cfr., para mais desenvolvimentos, MICHAEL B. IMERMAN; FRANK J. FABOZZI, «Cashing in on innovation: a taxonomy of FinTech», in *Journal of Asset Management*, 2020, Vol. 21, N.º 3, p. 169.

²⁰ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *et alii*, *op. cit.*, p. 328.

²¹ *Idem*, p. 325. Ora, como podemos depreender, o *crowdfunding* desempenha um papel crítico para *start-ups* e PMEs que apresentam uma menor probabilidade de obter empréstimos por parte das instituições bancárias tradicionais, pelo que, constitui uma ótima alternativa para alavancar os mais variados negócios.

Capítulo 3: *Crowdfunding*

3.1. Fundamentos básicos do *crowdfunding*

Antes demais, importa definir o que é o financiamento colaborativo ou *crowdfunding*. Esta designação, de origem anglo-saxónica, resulta da junção das palavras *crowd*, que significa agrupamento de pessoas, e *funding*, que se refere à angariação de recursos financeiros para um investimento previamente definido²².

Historicamente, o comércio sempre se pautou pelo acordo entre as pessoas ou entidades envolvidas e as exigências sentidas, com o objetivo de distribuir da forma mais eficiente possível os bens, tendo por base a proximidade e confiança mútua. Com o visível desvanecimento da confiança e reputação do setor financeiro, surgiram meios alternativos de financiamento, sendo um deles o *crowdfunding*. Esta iniciativa permitiu uma maior desintermediação e democratização, resultando num acesso mais célere e simples tanto para os pequenos investidores, como para quem procura novas fontes de investimento²³.

Resumidamente, o *crowdfunding* encontra-se intrinsecamente ligado ao uso de plataformas eletrónicas para solicitação pública de investimentos, destacando-se pela sua natureza comunitária de troca de ideias e recursos. Revela-se assim, de suma importância, em particular para as *start-ups*, que frequentemente se veem impossibilitadas de aceder aos meios de financiamento tradicionais, como o recurso ao crédito bancário.

3.2. Financiamento colaborativo de capital

3.2.1. Processo

Antes de elaborarmos uma definição jurídica de *equity crowdfunding*, é necessário entender a sua essência, sendo este constituído por seis fases²⁴.

Primeiramente, temos a candidatura e o escrutínio, sendo a primeira efetuada pelos fundadores dos projetos na plataforma de *crowdfunding*. Posteriormente, são selecionados os melhores, através de uma antecedente auditoria (*due diligence*). Ademais, o cálculo do presente valor da empresa é determinado por meio da projeção dos fluxos de caixa futuros, descontados

²² Cfr. FERNANDO BELEZAS, *op. cit.*, p. 23. O entusiasmo em torno desta fonte alternativa de financiamento é ampliada pela sua simplicidade, já que dispensa estruturas complexas, como a elaboração de prospectos e a intervenção de múltiplas entidades intermediárias. Adicionalmente, envolve custos estruturais e operacionais inferiores em relação aos meios de financiamento tradicionais.

²³ JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de Formas de Financiamento...*, cit., p. 286.

²⁴ Optamos pela segmentação para o processo de financiamento proposta por ANJA HAGEDORN; ANDREAS PINKWART, «The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis», in *Crowdfunding in Europe – State of Art in Theory and Practice*, 2016, Springer International Publishing, pp.74-82.

a partir do valor esperado da receita gerada pela venda da participação acionista ou de outro instrumento financeiro, após um determinado período de posse do mesmo²⁵.

Segue-se a contratualização, que surge após a candidatura ser aprovada²⁶. Nesta, cada plataforma decidirá se seguirá o modelo de financiamento *keep-it-all* ou *all-or-nothing*. No primeiro, as plataformas de financiamento, independentemente de terem alcançado ou não o objetivo previamente estabelecido de capital a angariar, consentem que o processo de financiamento possa prosseguir, recebendo em compensação uma remuneração mais elevada da plataforma, pelo que, o risco financeiro é assumido não pelo criador do projeto, mas sim pelos investidores. Já o modelo *all-or-nothing*, estipula que, caso o montante a angariar não seja alcançado, não haverá qualquer financiamento para o projeto, havendo lugar ao ressarcimento dos investidores²⁷.

A terceira fase diz respeito à apresentação, onde é exposto o projeto, e no qual os investidores se irão basear, para decidir se efetivamente irão ou não investir no mesmo. Segue-se um período de subscrição, no qual os potenciais investidores, podem subscrever as participações sociais. Caso esteja a ser utilizado pela plataforma o modelo *keep-it-all*, o capital ficará numa conta *escrow*²⁸, até ser atingido o montante convencionado, sendo posteriormente transferido para o portal ou entidade emitente dos valores mobiliários. Ademais, é necessário que haja um período de detenção do instrumento financeiro, no qual o investidor vai sendo atualizado sobre o projeto e os seus avanços, podendo este ir de 5 a 10 anos, ocorrendo no final deste período a saída, caso não tenha sido estabelecido um mecanismo de extensão automática²⁹.

3.2.2. Definição

O financiamento colaborativo de capital, figura central nesta dissertação, vem previsto no art. 3.º, alínea c) do RJFC, sendo definido como aquele em que “a entidade financiada remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de

²⁵ ANJA HAGEDORN; ANDREAS PINKWART, *op. cit.*, p. 75.

²⁶ *Ibidem*. Na qual serão acordadas quais as condições de financiamento, de serviços administrativos e jurídicos fornecidos pela plataforma, sendo igualmente definido, qual o valor a angariar e o número de participações sociais a serem divididas.

²⁷ Quanto à remuneração das plataformas, estas podem ser asseguradas pelos fundadores, pelos fundadores e investidores ou apenas por estes últimos. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Investment-based crowdfunding: Insights from regulators in the EU*, European Securities and Markets Authority, 2015, in <https://www.esma.europa.eu/>, pp.6-7, (10.02.2023).

²⁸ Cfr. FÁTIMA FONSECA, «O contrato de depósito escrow», in *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, N.º4, Almedina, pp.801-828.

²⁹ Cfr. ANJA HAGEDORN; ANDREAS PINKWART, *op. cit.*, pp. 77-82.

dividendos ou partilha de lucros”. Este tem por base uma oferta ao público (generalidade de potenciais investidores), sob forma de proposta contratual, através de uma plataforma *online*, efetuada pelo beneficiário, no qual o investidor poderá subscrever participações sociais ou de outros instrumentos financeiros da sua empresa (*equity-like arrangements*)³⁰. Nestes, pode haver acordos de participação nos lucros, no qual o investidor apenas tem direito a uma percentagem dos últimos. Existe igualmente a subscrição de obrigações convertíveis em ações, na qual confere tanto o direito ao reembolso do capital mutuado, como o direito à conversão do crédito em ações da sociedade em questão³¹.

Podem existir dois tipos de ações representativas do capital social: ações ordinárias e as ações preferenciais. As primeiras conferem aos seus detentores o direito de voto de participação nas assembleias de acionistas, o direito aos dividendos e o direito de participar nos ativos em caso de liquidação. Por seu turno, as ações preferenciais, por norma, conferem preferência sobre os dividendos em relação às ações ordinárias, tal como outras preferências como no direito de voto³².

3.2.3. Benefícios e Riscos

O *equity crowdfunding* visa facilitar o financiamento a PME e *start-ups*, evitando assim que os beneficiários tenham de acarretar com os custos associados às ofertas públicas de subscrição³³. Simultaneamente, ao haver uma venda do capital social, os beneficiários reduzem a sua exposição ao risco, no que concerne ao negócio, contrariamente ao que sucederia se o financiamento fosse obtido através dos métodos tradicionais de empréstimo e posterior endividamento³⁴. Não havendo necessidade de prestar qualquer garantia e em caso de insolvência, o capital investido nunca ter de ser reembolsado, tal leva a que os fundadores assegurem maior poder de decisão, o que não se sucede na governação das sociedades de capital de risco. Posto isto, tal resulta, que haja especial interesse face a esta modalidade de

³⁰ Tais mecanismos são descritos por ANJA HAGEDORN; ANDREAS PINKWART, *op. cit.*, pp. 75-77.

³¹ INÊS DIAS LOPES, «Equity crowdfunding. A governação da sociedade financiada», in *Revista de Direito das Sociedades*, 2018, N.º4, Almedina, p.736.

³² A este respeito, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2019, 7.ª edição, p. 427, refere que “as ações privilegiadas são participações que conferem aos respetivos titulares vantagens relativamente às situações jurídicas que caracterizam as demais ações, podendo ser de diversas categorias, isto é, o acervo dos direitos que concedem pode também ser diferente”.

³³ CATHERINE DEFFAINS-CRAPSKY; AGATA SUDOLSKA, «Radical Innovation and Early Stage Financing Gaps: Equity-Based Crowdfunding Challenges», in *Journal of Positive Management*, 2014, Vol. 5, N.º 2, pp.9-19.

³⁴ OTHMAR M. LEHNER, «Crowdfunding social ventures: a model and research agenda», in *Venture Capital*, 2013, Vol. 15, N.º 4, pp. 295-298.

financiamento, principalmente em projetos, com um risco mais elevado e com baixa liquidez, como é o caso das *start-ups* e PME³⁵.

Este modelo permitiu ainda, uma democratização do investimento que beneficia não só o fundador, que de outra forma teria mais dificuldade em aceder ao financiamento, como também o próprio investidor que passa a ter acesso a vários projetos independentemente da sua ligação com os fundadores dos mesmos ou da sua localização geográfica³⁶.

Não obstante, o *equity crowdfunding* também implica riscos. Primeiramente, a possibilidade de cada projeto ter um nível elevado de investidores com participação no mesmo, levanta problemas, pois tratando-se de projetos na maioria das vezes recentes, necessitam de ter uma visão a longo-prazo para serem lucrativos, o que se pode traduzir numa falta de interesse dos investidores em acompanhar o desempenho do projeto³⁷.

Considerando que a maioria das interações ocorre remotamente pela *Internet*, tal consubstancia uma maior dificuldade no alinhamento de interesses entre os investidores e os gestores, o que se poderá traduzir numa maior passividade nestes últimos. Tudo isto, poderá levar a um problema de agência, pois se, por um lado, os investidores pretendem que os fundadores garantam a sustentabilidade a longo-prazo do projeto, por outro lado, estes últimos, podem sentir-se propensos a reiterar prematuramente do projeto proveitos próprios³⁸.

O quadro jurídico, que gradualmente tem vindo a ser desenvolvido para o *equity crowdfunding*, também não se encontra isento de riscos. Consideramos que por existirem exceções à obrigação de divulgação de informação, por parte dos projetos que visam financiamento através desta modalidade, tal poderá afetar os investidores pela escassa informação que lhes é fornecida, em comparação com as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, pelo que poderão optar por dar clara preferência ao investimento nestas últimas³⁹.

³⁵ RYAN TAYLOR, «Equity-based Crowdfunding: Potential Implications for Small Business Capital», in *Small Business Administration Office of Advocacy*, 2015, N.º 5, pp. 3-4.

³⁶ *Idem*, p.4. As próprias plataformas de *crowdfunding* incentivam a que haja auditorias detalhadas de cada projeto, aumentando a transparência e segurança dos potenciais investidores.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ Cfr. ANDREW SCHWARTZ, «The Digital Shareholder», in *Minnesota Law Review*, 2015, Vol. 100, N.º2, p. 635. Este problema de agência, pode ser agravado pela assimetria de informação, existente entre os fundadores e os investidores.

³⁹ INÊS DIAS LOPES, *op. cit.*, p. 738.

3.3. Diferentes modelos de negócio do *crowdfunding*

Apesar de o *equity crowdfunding* ser o foco principal do presente estudo, revela-se importante compreender quais os principais modelos de negócio usados no *crowdfunding*. Apenas serão abordados os modelos de participação direta e o fiduciário, dado que consideramos serem os mais relevantes e também os mais frequentemente adotados⁴⁰. Estes modelos de negócios utilizados no *crowdfunding* são fruto da configuração contratual adotada tanto pelos financiadores, como pelos gestores das plataformas, assim como do contexto regulatório em que as transações são conduzidas. Posto isto, cada modelo de negócio tem as suas próprias características e benefícios e a escolha depende das necessidades específicas do projeto e dos financiadores envolvidos.

Relativamente ao modelo de participação direta, o investidor subscreve uma participação no capital de uma empresa responsável por um projeto no mercado primário. Desta forma, torna-se titular de uma participação que, no caso particular de serem ações, podem ser consideradas um valor mobiliário⁴¹.

Já o modelo fiduciário, consiste numa atuação mais sofisticada da plataforma, na medida em que a gestão do investimento, de acordo com os termos e condições estabelecidos, é confiada a um terceiro, também denominado de fiduciário, que se torna titular da participação social em nome de um ou mais beneficiários. Assim sendo, o fiduciário assume-se como sendo o interlocutor único junto da entidade de gestão financiada⁴².

⁴⁰ Alguns dos modelos mais utilizados são o de participação direta, o fiduciário, o de veículo de propósito específico, o de empréstimo com partilha de lucros, entre outros.

⁴¹ Se a participação for em ações, estas podem ser classificadas como ordinárias ou preferenciais, sem direito a voto, podendo ficar sujeitas a remição após decorrido um determinado prazo, estabelecendo assim uma combinação entre capitais próprios e alheios. Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *et alii*, *op. cit.*, p. 279. Os investidores ao passar a serem detentores de uma participação, passam a envergar os direitos que o *status socii* inerente à sua posição lhes confere. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA; EDUARDO PAZ FERREIRA, «Fundamentos da resolução bancária: a propósito do caso BES e da legitimidade da deliberação de resolução», in *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, N.º 2, Almedina, p. 300.

⁴² JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de Formas de Financiamento...*, cit., p. 385.

Capítulo 4: Comparação entre os diferentes ordenamentos jurídicos

4.1. Direito Europeu

Antes de abordar a regulamentação do *equity crowdfunding* em Portugal, cabe primeiro analisar as normas da UE que se aplicam a esta modalidade. Apesar de haver alguns diplomas comunitários relevantes, existem cinco que desempenham um papel crucial na definição do conjunto de regras comunitárias.

Primeiramente, temos a segunda versão da Diretiva 2014/65/UE, de 15 de maio, relativa aos Mercados de Instrumentos Financeiros (doravante DMIF II). Segundo o art. n.º 1/1 DMIF II, a determinação da aplicabilidade da DMIF II às empresas gestoras de plataformas de *equity crowdfunding* depende da classificação destas como empresas de investimento, operadores do mercado, prestadores de serviços de comunicação de dados e empresas de países terceiros que prestam serviços de investimento ou exercem atividades de investimento através do estabelecimento de uma sucursal na UE⁴³.

Seguidamente, o Regulamento (UE) n.º 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, conhecido como Regulamento do Prospeto⁴⁴, resulta do facto de esta modalidade envolver comunicação direcionada a um público amplo, que pode ser considerado uma “oferta de valores mobiliários ao público”⁴⁵. Nesta, há obrigação de publicar um prospeto, a menos que se aplique uma exceção. Todavia, a elaboração do prospeto pode ser dispendiosa e não é adequada para campanhas de *crowdfunding* que envolvem quantias baixas⁴⁶.

Temos ainda a Diretiva (UE) 2019/1937 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2019, que estabelece um conjunto de normas mínimas para a proteção de pessoas que denunciam violações do direito da UE em diferentes setores. Apesar de esta diretiva não estar diretamente relacionada com o *crowdfunding*, alguns Estados-Membros da UE adotaram

⁴³ Tal classificação é baseada nas atividades que desenvolvem (Anexo I - Secção A e B, DMIF II), nos instrumentos financeiros que negociam (Anexo I - Secção C, DMIF II) e na não-aplicação de isenções específicas, nos termos do art. 2º DMIF II. Cfr. COMISSÃO EUROPEIA, *Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2014, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (25.02.2023). Uma vantagem de estar sujeito à DMIF é a possibilidade de usar o chamado “passaporte”, ou seja, tal entidade pode prestar serviços/atividades em outros países da EU, sem que precise de pedir autorização adicional, através de um processo simples de comunicação entre reguladores. Cfr. LUÍS ROQUETTE GERALDES; FRANCISCA SEARA CARDOSO, «Uma revolução chamada crowdfunding», in *IV Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, 2016, Almedina, p. 497.

⁴⁴ COMISSÃO EUROPEIA, *Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2017, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (1.03.2023).

⁴⁵ CLARA MARTINS PEREIRA, *A regulação do crowdfunding de capital no ordenamento jurídico português*, Tese de Mestrado em Direito e Gestão. Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2019, p. 72.

⁴⁶ LUÍS ROQUETTE GERALDES; FRANCISCA SEARA CARDOSO, *op. cit.*, p. 498.

disposições específicas para proteger os denunciadores de corrupção em plataformas de *crowdfunding*⁴⁷.

Embora os diplomas comunitários supramencionados ainda sejam aplicados em diversas áreas dos mercados financeiros na UE, o Regulamento (UE) 2020/1503, estabeleceu um quadro regulatório específico para os prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo, incluindo os requisitos de licenciamento, as regras para a publicação de campanhas de *crowdfunding*, a proteção dos investidores e a resolução de conflitos, definindo ainda os limites de investimento⁴⁸.

Em relação à Diretiva 2014/65/UE, este Regulamento introduz mudanças consideráveis para garantir a proteção dos investidores. Incluindo a exigência de as plataformas estabelecerem medidas adequadas para avaliar a adequação dos investimentos, bem como a necessidade de divulgar informações claras sobre os riscos envolvidos nos investimentos.

Comparativamente ao Regulamento (UE) 2017/1129, o novo diploma comunitário inclui disposições para estender a aplicação de algumas dessas regras para ofertas de títulos realizados por meio de plataformas de *crowdfunding*. Isso inclui regras para a divulgação de informações aos investidores, informações financeiras, bem como requisitos para a emissão de prospectos.

Em comparação à Diretiva (UE) 2019/1937, o Regulamento (UE) 2020/1503 incorporou disposições para proteger os denunciadores de corrupção em plataformas de *crowdfunding*.

O último diploma comunitário diz respeito à Diretiva (UE) 2020/1504, que estabelece regras para os intermediários que prestam serviços de investimento em relação a ofertas de *crowdfunding*. A diretiva tem o objetivo de harmonizar as regras aplicáveis aos intermediários em toda a UE, a fim de garantir a proteção dos investidores e a integridade do mercado⁴⁹.

Contudo, mesmo com a legislação em vigor, há reguladores que consideram existir uma lacuna legal que precisa de ser suprida. Acreditam que o sistema atual não atende aos desafios apresentados por este novo processo de angariação de fundos. Neste sentido, cada país da UE pode ter sua própria legislação nacional que complementa a legislação a nível europeu.

⁴⁷ COMISSÃO EUROPEIA, *Diretiva 2019/1937/UE do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2019, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (1.03.2023).

⁴⁸ COMISSÃO EUROPEIA, *Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2020, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (2.03.2023).

⁴⁹ COMISSÃO EUROPEIA, *Diretiva (UE) 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2020, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (3.03.2023). Enquanto o Regulamento (UE) 2020/1503 se aplica diretamente às plataformas de *crowdfunding* em toda a UE, a Diretiva (UE) 2020/1504 aplica-se aos intermediários que prestam serviços de investimento em ofertas de *crowdfunding* e requer que haja uma transposição para a legislação nacional.

4.2. Direitos Nacionais

4.2.1. Reino Unido

No Reino Unido, o *crowdfunding* foi regulado pela primeira vez a 1 de abril de 2014, após a *Financial Conduct Authority* (doravante FCA) ter divulgado a 6 de março do mesmo ano, o *Policy Statement 14/4*⁵⁰. Com a nova regulação, as regras de proteção dos investidores são idênticas às que estavam em vigor anteriormente em relação ao mercado de capitais, todavia foi introduzida uma alteração para limitar as ofertas diretas. Foi introduzida a proibição da aprovação de ofertas diretas de *non-readily realisable securities*, isto é, aquelas que são consideradas de difícil liquidez e que, por conseguinte, acarretam maior risco para os investidores. Assim sendo, apenas será autorizado o investimento em *equity crowdfunding* através de uma plataforma regulamentada a clientes de retalho que sejam classificados como: *high net worth investor* (considerado de alto valor), *sophisticated investor* (que demonstre a sua sofisticação, de acordo com os padrões definidos) ou como um *restricted investor* (que tenha sido aconselhado sobre o investimento). Adicionalmente, caso não se verifiquem as condições supramencionadas, passará a ser necessário que o mesmo seja submetido a um *appropriateness test*, vendo-se limitado a inverter até um máximo de 10% dos seus *net investable assets*⁵¹.

Em 2020, a FCA introduziu a exigência de as plataformas avaliarem primeiramente a capacidade financeira e o conhecimento dos investidores, antes de permitir que estes invistam em produtos de investimento de alto risco, como empréstimos P2P e ações de PME. Ademais, as plataformas de *crowdfunding* devem divulgar informações mais detalhadas sobre os produtos de investimento que oferecem, incluindo detalhes sobre riscos e taxas⁵².

4.2.2. Espanha

O *crowdfunding* foi regulado em Espanha através da publicação do *Régimen jurídico de las Plataformas de Financiación Empresarial* (doravante RJFPF), parte integral da *Ley 5/2015, de 27 de abril*, comumente denominada de *Ley de fomento de la Financiación Empresarial* (doravante LFFE)⁵³.

⁵⁰ Cfr. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *PS14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, Financial Conduct Authority, 2014, in <https://www.fca.org.uk/>, p.13-17, (10.03.2023).

⁵¹ ANA SÁ COUTO; FREDERICO ROMANO COLAÇO, «O Equity Crowdfunding e os Meios Alternativos de Financiamento», in *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, 2015, N.º39, p.132.

⁵² FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *PS20/10: Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets*, Financial Conduct Authority, 2020, in <https://www.fca.org.uk/>, pp. 3-31, (12.03.2023).

⁵³ Cfr. art. 46º/1 LFFE. Cfr. BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO, *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*, Boletín Oficial del Estado, 2015, in <https://www.boe.es/>, (13.03.2023).

O RJPPF apresenta alterações significativas como: (i) definiu as plataformas eletrónicas de *crowdfunding* como intermediários financeiros “plurifuncionais”⁵⁴; (ii) estabeleceu a reserva da atividade aos intermediários de financiamento colaborativo; (iii) enumerou os serviços principais, bem como os auxiliares prestados por estes últimos⁵⁵; (iv) impôs às plataformas de *crowdfunding* a proibição do exercício de atividades reservadas às entidades de crédito e de serviços de investimento e, por último, (v) definiu os requisitos necessários para a prática da atividade de *crowdfunding*⁵⁶.

A *Comisión Nacional del Mercado de Valores* tem vindo a publicar regulamentações, de modo a salvaguardar os investidores e os projetos financiados, estabelecendo novos limites de angariação. Adicionalmente, foi ainda definido o objeto das ofertas, mais concretamente, a emissão ou subscrição de obrigações, ações ordinárias e privilegiadas, assim como outros valores mobiliários característicos de capital, entre outros⁵⁷.

4.2.3. Alemanha

No ordenamento jurídico alemão, a regulação do *equity crowdfunding* resulta da *Kleinanlegerschutzgesetz* (doravante KASG), que entrou em vigor em 2015 e que é conhecida como a lei sobre proteção do pequeno investidor. Esta obriga a que as empresas que pretendam arrecadar capital através do *crowdfunding*, necessitem de fornecer informações claras do projeto e de divulgar qual o risco associado ao mesmo. Estabelece igualmente o limite máximo para investidores não profissionais, tendo este sido aumentado recentemente, assim como a obrigatoriedade de as plataformas revelarem aos investidores, quais as taxas cobradas aos beneficiários e aos investidores⁵⁸.

Antes da sua publicação, a Lei do Investimento, denominada de *Vermögensanlagengesetz*, que estabelece as condições para a oferta e venda de investimentos que não são considerados valores mobiliários, obrigava à publicação de um prospeto que descrevesse a oferta e os riscos associados. Não obstante, a KASG veio introduzir uma isenção desta a PME, desde que sejam cumulativamente respeitados os seguintes requisitos: (i) o valor da oferta não exceda um limite financeiro de 2 500 000€; (ii) a oferta ser disponibilizada com a intermediação de uma

⁵⁴ FERNANDO ZUNZUNEGUI, «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)», in *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2015, p. 9.

⁵⁵ Cfr. art. 51.º/1 e 2 LFFE.

⁵⁶ Cfr. art. 89º LFFE.

⁵⁷ Cfr. art.68.º/2 da LFFE.

⁵⁸ FERNANDO BELEZAS, *op. cit.*, pps. 37-39.

plataforma na *Internet* e, por fim, (iii) a plataforma ser uma empresa que presta serviços de investimento⁵⁹.

4.2.4. França

Em França, a legislação relativa ao *crowdfunding*, entrou em vigor a 1 de outubro de 2014, através da *Ordonnance* n.º 2014-559, também denominada de Lei Hamon, sendo ainda regulado pelo *Décret* n.º 2014-1053, de 16 de setembro de 2014⁶⁰.

A primeira lei exige que os gestores das plataformas de *equity crowdfunding* obtenham uma licença de consultores de investimentos de *crowdfunding*, comumente denominados de *Conseillers en investissements participatifs*, assim como exige a sua aprovação em variados testes, através de um registo prévio no *Registre unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance*, bem como uma autorização prévia por parte da autoridade reguladora dos mercados financeiros em França, a *Autorité des Marchés Financiers*⁶¹.

Por seu turno, o *Décret* n.º 2014-1053, de 16 de setembro de 2014, é um decreto que regulamenta a aplicação da *Ordonnance* n.º 2014-559. O primeiro, estabelece as diretrizes a ser seguidas pelas plataformas de *crowdfunding*, no qual se inclui a responsabilidade das mesmas em garantirem as informações adequadas relativamente aos projetos, tal como a necessidade de gerir, de forma adequada, as contas dos investidores. Determina ainda, de forma a proteger os investidores, a necessidade de criação de um fundo de garantia da plataforma. Ademais, descreve as obrigações dos intermediários de *crowdfunding*, assim como a importância de manter registos precisos e atualizados sobre as campanhas a decorrer na plataforma, a responsabilidade pela verificação da identidade dos investidores e a obrigação de implementar medidas de segurança, de modo a salvaguardar as informações pessoais dos investidores⁶².

⁵⁹ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *et alii*, *op. cit.*, p. 298 e BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ, *Lei de Investimentos em Ativos (Lei de Investimentos de Riqueza - VermAnlG)*, Bundesministerium der Justiz, 2011, in <https://www.gesetze-im-internet.de/>, (15.03.2023).

⁶⁰ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *et alii*, *op. cit.*, p. 298, RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, *Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif*, République Française, 2014, in <https://www.legifrance.gouv.fr/>, (16.01.2023) e RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, *Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, République Française, 2014, in <https://www.legifrance.gouv.fr/>, (16.01.2023).

⁶¹ LUÍS ROQUETTE GERALDES; FRANCISCA SEARA CARDOSO, *op. cit.*, p. 501 e RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, *Ordonnance n° 2014-559...*, cit.

⁶² Cfr. RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, *Décret n° 2014-1053...*, cit.

Capítulo 5: O regime português do *equity crowdfunding*

5.1. Lei n.º 102/2015 de 24 de agosto

As primeiras tentativas de regular o *crowdfunding* a nível nacional surgiam com o Projeto Lei n.º 419/XII, a 30 de abril de 2013. Ora, tal como já mencionado, a Lei n.º 102/2015 em 24 de agosto aprovou o RJFC em Portugal.

Neste seguimento, surgiu ainda o Regulamento n.º 1/2016 da CMVM, que trata da regulamentação referente ao *crowdfunding* de capital e por empréstimo, segundo o art. 23.º do RJFC, visando ainda estabelecer e definir as regras para a oferta pública de valores mobiliários nas plataformas, estipulando como requisitos primários a transparência e a proteção dos investidores.

Mais tarde, a Portaria n.º 131/2018 de 10 de maio, veio estabelecer as regras aplicáveis ao procedimento de comunicação prévia de início de atividade das plataformas de financiamento colaborativo nas modalidades de donativo e/ou com recompensa. Posteriormente foi publicada a Lei n.º 3/2018 em 9 de fevereiro, permitindo a aplicação das regras sancionatórias ao desenvolvimento de atividades de *crowdfunding*. Com esta publicação, a Lei n.º 102/2015 de 24 de agosto foi modificada pela primeira vez.

Ora, no que concerne ao RJFC, vemos no seu art. 2.º, a definição de financiamento através de *crowdfunding* como sendo “o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da *Internet*, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais”.

O RJFC estabelece ainda no seu art. 5.º, a obrigação das plataformas em garantir o livre acesso à informação sobre os produtos que lá se encontram disponíveis e que a informação recebida pelos investidores tem de ser mantida confidencial. O art. 11.º do RJFC aborda os conflitos de interesse, estipulando que as plataformas e os seus dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços com interferência direta na atividade do *crowdfunding*, devem organizar-se, para que consigam identificar os possíveis conflitos de interesse, de forma a reduzir o risco e retificar possíveis ocorrências.

Por sua vez, o art. 9.º/1 do RJFC, começa por apresentar o modelo do *all-or-nothing*, desenvolvendo ainda no n.º 2 a possibilidade de alterar as condições da oferta, mais concretamente os montantes e os prazos, bem como as condições que se têm de verificar para que o mesmo seja possível. É necessário que na oferta seja previsto “expressamente a possibilidade de alteração dos montantes e prazos”, tendo ainda, caso posteriormente

pretendam proceder a alterações, de “notificar todos os investidores da alteração superveniente das condições de subscrição, identificando, consoante os casos, qual o novo prazo de subscrição ou qual o novo montante máximo a angariar”. Já o n.º 3 do artigo em apreço estipula que “apenas é permitida uma prorrogação de prazo ou alteração de montante por cada oferta”. Isso significa que, se uma oferta já tiver sido prorrogada ou se viu os seus montantes serem alterados, não poderá ser prorrogada ou alterada novamente. Tal é particularmente importante, pois permite que os investidores avaliem com precisão o risco associado a um projeto antes de tomar uma decisão quanto ao investimento. No que tange ao número 4, este determina que, em caso de alterações à oferta, deve ser estabelecido um prazo para o cancelamento das subscrições já efetuadas. Tal predispõe que os investidores devem ter a opção de cancelar a sua subscrição se não concordarem com as novas condições estabelecidas, permitindo que estes protejam os seus investimentos em caso de mudanças significativas nas condições da oferta.

Ora, o modelo *all-or-nothing* previsto no n.º 1 deste artigo, é recorrentemente o único a ser considerado por outros ordenamentos jurídicos, apesar de no nosso entendimento, não oferecer proteção suficiente para os investidores em caso de mudanças nas condições da oferta. Posto isto, acreditamos que os números 3 e 4 do art. 9.º do RJFC, completam bem o previsto no n.º 1, na medida em que adicionam uma camada extra de proteção para os investidores. Todavia, é indiscutível o contínuo desafiado sentido pelos investidores não qualificados, em avaliar apropriadamente uma possível alteração na oferta.

Nesta breve análise do RJFC, podemos perceber que algumas disposições atribuem à CMVM a responsabilidade de elaborar regulamentos para sua concretização.

5.2. Regulamento da CMVM n.º 1/2016

A 25 de maio de 2016 foi divulgado o Regulamento da CMVM n.º 1/2016 que aborda o *crowdfunding* de capital e por empréstimo (v. art. 1.º/2), sendo que entrou em vigor, nos termos do art. 21.º do Regulamento em apreço, “na data da entrada em vigor do regime aplicável à violação do regime jurídico do financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo”.

Essa medida foi estabelecida de acordo com o art. 22.º do RJFC, o qual estipula que serão definidos em diploma próprio os regimes contraordenacionais e penais aplicáveis à violação da Lei n.º 102/2015, mais concretamente no que tange ao desenvolvimento de atividades de financiamento colaborativo sem registo na CMVM, ao não cumprimento das obrigações de informação, à quebra de sigilo profissional e à violação das regras de conflito de interesses. Mais tarde, tal como referido anteriormente, a Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, veio definir o

regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo, procedendo deste modo à primeira alteração à Lei n.º 102/2015, que aprova o RJFC.

Segundo o disposto no art. 1.º/1 do Regulamento da CMVM, este desenvolve o estabelecido pelo RJFC, no que toca: (i) ao acesso à atividade de intermediação de financiamento colaborativo, causas de indeferimento e registo das entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo; (ii) deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo; (iii) obrigações de informação dos beneficiários do financiamento colaborativo para efeitos de informação aos investidores, às plataformas eletrónicas de financiamento colaborativo e à CMVM; (iv) limites máximos de angariação; (v) limites ao investimento; (vi) Relações com serviços bancários e, por último, (vii) deveres de prevenção de conflitos de interesses pelas plataformas eletrónicas.

Posto isto, podemos avançar com a premissa de que o presente regulamento tem a intenção de garantir a administração prudente das entidades responsáveis pela gestão das plataformas eletrónicas de *crowdfunding*, supervisionando a sua integridade de forma minuciosa. Como tal, é de extrema importância a existência e a adoção de políticas e procedimentos apropriados, que incluam, entre outras coisas, uma supervisão das atividades desenvolvidas, a prevenção de branqueamento de capitais e de possíveis fraudes. Além disso, é necessário que as plataformas adotem medidas organizacionais para evitar conflitos de interesse, documentando-as devidamente por escrito.

Relativamente aos requisitos impostos às entidades gestoras de plataformas de *crowdfunding*, de acordo com o art. 2.º/1 do Regulamento da CMVM, as mesmas devem cumprir com pelo menos um dos subsequentes requisitos: (i) apresentar um capital social inicial mínimo de 50 000€, realizado à data da constituição da sociedade; (ii) dispor de um seguro de responsabilidade civil, que represente, no mínimo, uma cobertura de 1 000 000€ por sinistro e, globalmente, 1 500 000€ para todos os sinistros que ocorram durante um ano e, por último, (iii) uma combinação do previsto nas alíneas anteriores, caso resulte num grau de proteção equivalente ao conferido pelas anteriores de forma isolada.

Dado que o *equity crowdfunding* envolve a negociação de participações sociais ou de direitos inerentes às anteriores, quando ocorre uma oferta das mesmas, tal pode caracterizar-se como uma atividade de intermediação financeira, sendo que só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, atividades de intermediação financeira, segundo o disposto no art. 289.º e ss. do Código dos Valores Mobiliários (doravante CVM). Tal vem igualmente previsto no art. 15.º/1 do Regulamento do CMVM, que estabeleceu que “apenas as entidades

legalmente habilitadas para o efeito podem desenvolver atividades de intermediação financeira”.

Embora os intermediários financeiros possam realizar ofertas de valores mobiliários em plataformas eletrónicas (v. art.15.º/2 do Regulamento da CMVM), a atividade de intermediação de *crowdfunding* apresenta diferenças consideráveis em relação à intermediação financeira. Pode, inclusivamente, haver situações em que se pode gerar um conflito entre o disposto no CVM e no Regulamento da CMVM. Tal ocorre, pois a oferta pode envolver participações sociais que não são valores mobiliários e pode ser realizada sem a receção e transmissão de ordens por parte de investidores e apenas por comunicação direta entre as partes, sem a necessidade de intermediação financeira. Entendemos, portanto, que a principal inovação do Regulamento em apreço é que agora é possível negociar publicamente, com recurso a uma plataforma *online*, assim como no mercado secundário, as participações sociais de sociedades civis, por quotas e em nome coletivo, algo que não é usual nesse género de sociedades, segundo a ESMA⁶³.

Assim sendo, o Regulamento da CMVM distingue diferentes modelos de negócio para a prática do *equity crowdfunding*: (i) realizado por entidades legalmente habilitadas para o efeito, sendo que sempre que o investimento excede os limites estabelecidos nos arts. 12.º e 19.º do Regulamento da CMVM⁶⁴, a atividade é regulada apenas pelo CVM, enquanto se não ultrapassar, é regulada tanto por este último, como pelo Regulamento da CMVM; (ii) realizado por entidades que se limitam somente a anunciar as ofertas, sem receber ou transmitir ordens dos investidores, pelo que as anteriores só podem atuar como intermediários de *crowdfunding* dentro dos limites de investimento estabelecidos e, finalmente, (iii) sobre ativos que não se constituem como instrumentos financeiros, como é o caso das participações sociais de sociedades civis, por quotas ou em nome coletivo e, como tal, só estão autorizadas a intermediar

⁶³ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Opinion: Investment-based crowdfunding*, European Securities and Markets Authority, 2014, in <https://www.esma.europa.eu/>, p.7, (23.03.2023).

⁶⁴ De acordo com o art.12.º/1 do Regulamento da CMVM, foi estabelecido, no âmbito do financiamento colaborativo, limites ao investimento no máximo de 3 000€ por oferta e 10 000€ no total dos seus investimentos por ano, visando controlar o investimento em cada oferta e assegurar uma distribuição equilibrada entre as ofertas disponíveis. Segundo o número 2, do mesmo artigo, esses limites de investimento não são aplicáveis às pessoas coletivas, às pessoas singulares que tenham um rendimento anual igual ou superior a 70 000€, nem aos investidores qualificados nos termos das alíneas a) a k) do art. 30.º/1 do CVM. Já o art.19.º/1 do Regulamento da CMVM, estabelece que o limite máximo de angariação por oferta é de 1 000 000€, não podendo uma atividade ou produto em sede de financiamento colaborativo de capital exceder esse valor durante 12 meses, sendo que esse valor pode ser atingido ou através de uma só oferta, ou pelo total de várias ofertas que ocorram na UE. De acordo com o número 2 do artigo anterior, no caso de as ofertas serem exclusivas para investidores que sejam pessoas coletivas, investidores profissionais ou pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a 70 000€, os limites aumentam para 5 000 000€.

esta atividade dentro dos limites estabelecidos tanto pelo Regulamento da CMVM, como pelos restantes diplomas aplicáveis.

Por último, tem-se que o Anexo II do Regulamento da CMVM determina que o beneficiário de uma oferta de financiamento colaborativo tem a responsabilidade de disponibilizar um documento à respetiva plataforma eletrónica, onde constem as informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo (doravante IFIFC), como por exemplo, o que vem previsto no art.16.º/2 do presente Regulamento, com o intuito de proporcionar uma base sólida e informada para a tomada de decisões⁶⁵.

5.3. Os sujeitos intervenientes da relação jurídica de *crowdfunding*

5.3.1. A nível das plataformas de financiamento colaborativo

O RJFC não estabelece uma definição precisa para as plataformas de financiamento colaborativo, todavia, como já mencionado, no seu art. 2º, descreve-as como “acessíveis através da *Internet*, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais”. É importante salientar que essas plataformas como não têm personalidade jurídica, por conseguinte, não possuem direitos ou deveres, pelo que vale ressaltar que as suas entidades gestoras são as responsáveis pela sua representação. Consequentemente, precisamos de as considerar apenas como um canal que opera como intermediário entre a oferta e a procura no setor financeiro, para que as partes possam negociar.

Nos termos do art. 4º/1 do RJFC, podem ser titulares de uma plataforma quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada. Já no seu n.º 2, consta que as plataformas que prosseguem mais do que uma modalidade de financiamento colaborativo, ficam vinculadas aos requisitos específicos aplicáveis a cada modalidade. Ademais, o art. 6º/1 do RJFC refere que a adesão de um beneficiário de financiamento a uma plataforma tem de ser efetuada através de um contrato escrito, do qual deve constar a identificação das partes, as modalidades de financiamento colaborativo a utilizar, a identificação do projeto ou atividade a financiar e o montante e prazo da angariação, assim como os instrumentos financeiros a utilizar para a angariação.

Como previsto no art. 15º/1 do RJFC, as plataformas devem ser registadas junto da CMVM, sendo que, segundo o seu n.º 2, “o registo na CMVM tem como função assegurar o controlo dos requisitos para o exercício da atividade pelas plataformas de financiamento

⁶⁵ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Opinion: Investment-based...*, cit., pp. 21-24.

colaborativo e permitir a organização da supervisão, bem como assegurar o controlo da idoneidade da gestão dos operadores da plataforma”.

Como já explanado no tópico anterior, segundo o art. 2º/1 do Regulamento da CMVM, as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo são obrigadas a cumprir pelo menos um dos requisitos estabelecidos pela CMVM, nomeadamente a constituição de um capital social mínimo de 50 mil euros, a contratação de um seguro de responsabilidade civil profissional que deve cobrir um montante mínimo de 1 milhão de euros por sinistro e globalmente 1,5 milhões de euros para todos os sinistros que ocorram durante um ano ou a combinação dos casos anteriores. A este respeito, PAULO DE TARSO DOMINGUES é da opinião de que não é correto considerar o capital social mínimo como uma ferramenta para garantir que a empresa tenha os recursos necessários e essenciais para realizar a sua atividade principal, uma vez que é impossível definir com precisão um valor mínimo de capital que seja apropriado para todas as empresas, independentemente da sua natureza, tamanho e área de atuação⁶⁶.

Ademais, é igualmente exigida, nos termos do arts. 4.º alínea c) e 9.º do Regulamento da CMVM, a avaliação da idoneidade e da experiência profissional dos membros do órgão de administração ou gestão das entidades gestoras das plataformas eletrónicas. Importa ainda ressaltar, segundo os arts. 10.º e 11.º do Regulamento da CMVM, a necessidade de as entidades gestoras de plataformas estabelecerem políticas e procedimentos escritos adequados e eficazes, previstas em matéria de controlo interno, da prevenção de conflito de interesses e de organização e gestão sã e prudente.

5.3.2. A nível do investidor

Apesar de o RJFC não estabelecer qualquer definição para o investidor, vem previsto no seu art. 20.º, em linha do que se fez noutros ordenamentos jurídicos, limites de investimento para o financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo, sendo que a fixação desse limite é determinada em função do rendimento anual dos investidores, relativamente a cada oferta e em relação ao total de ofertas subscritas, assim como em função do seu perfil, tendo igualmente em consideração a sua experiência e qualificação. Tais limites vêm previstos no art. 12.º do Regulamento da CMVM, tal como descrito anteriormente. Ademais, tem-se que os investidores, segundo o disposto no art. 8.º do RJFC, “devem declarar, no ato de subscrição, que compreendem as condições do negócio, nomeadamente quanto ao risco associado ao

⁶⁶ PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 560-566.

investimento e as relações que estabelecem com a plataforma de financiamento colaborativo e com os beneficiários do investimento”.

De acordo com o RJFC, contrariamente ao que decorre com os beneficiários, os investidores não têm a obrigação de se registrar ou de se identificar nas plataformas de financiamento colaborativo. O regulamento do RJFC estabelece regras e limites para a participação dos investidores, mas não exige que estes forneçam informações pessoais à plataforma. Dessa forma, a privacidade dos investidores é protegida, todavia não podemos concordar inteiramente com tal opção, na medida em que tal pode resultar numa situação de branqueamento de capitais, no aumento do risco de conflito de interesses ou em possíveis esquemas de fraude. Isto, pois sem a identificação dos investidores, não há garantias de que os investimentos são realizados de forma legítima, sem manipulação ou influência indevida por parte de terceiros.

No entanto, o art. 10.º do Regulamento da CMVM, exige às entidades gestoras das plataformas, a adoção de políticas e procedimentos escritos adequados e eficazes, o que garante a fiabilidade e autenticidade no acesso às plataformas por parte dos investidores, assim como no preenchimento do IFIFC. Ademais, os arts. 5.º e 144.º/1 alínea a) da Lei n.º 83/2017 de 18 de agosto (alterado pelo art. 5.º da Lei n.º 58/2020), estabelece que as entidades gestoras de plataformas de financiamento colaborativo por empréstimo e de capital devem assegurar a identificação completa dos seus investidores.

5.3.3. A nível do beneficiário

No que concerne ao beneficiário, o art. 7.º/1 do RJFC enumera que podem recorrer a este meio de financiamento “quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras, interessadas na angariação de fundos para as suas atividades ou projetos”. Os beneficiários ficam sujeitos a vários deveres dispostos no art. 7.º/2 do RJFC, entre os quais, disponibilizar aos investidores informação relativamente à sua “identificação, natureza jurídica, contactos, sede ou domicílio, bem como a identidade dos seus titulares de órgãos de gestão”, devendo esta ser informação fidedigna, integral, lícita, constante e atual. Devem ainda, segundo o art. 17.º/1 do RJFC, prestar a informação financeira e fiscal da entidade beneficiária e toda a informação do projeto, incluindo os riscos que lhe é associado e o montante a angariar através do financiamento colaborativo. Relativamente às características da oferta, estas são distintas para o financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, segundo o art. 18.º/1 e 2 do RJFC, cabendo ao Regulamento da CMVM por remissão do artigo anterior, definir qual o limite máximo de angariação.

Ora, os arts. 16.º e 17.º do Regulamento da CMVM, definem ser necessário que os emitentes disponibilizem à plataforma um documento que contenha as IFIFC, para que seja disponibilizado aos investidores, antes de procederem a qualquer oferta. Ademais, o mesmo Regulamento, define no seu art. 19.º o limite máximo de angariação por oferta, num máximo de 1 000 000€, no período de 12 meses, podendo este ser atingido através de uma única oferta ou várias dentro da UE. Este limite pode chegar aos 5 000 000€, caso sejam subscritas em exclusivo, por investidores que sejam pessoas coletivas ou pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior a 70 000€.

5.4. Intermediação de *equity crowdfunding*

5.4.1. Obrigações dos intermediários

Como supramencionado, os intermediários de financiamento colaborativo dizem respeito às entidades gestoras das plataformas eletrónicas de financiamento. Os seus deveres vêm previstos com uma delimitação positiva no art. 5.º/1 do RJFC, sendo estes assegurar: (i) aos investidores o acesso a informação relativa aos produtos/projetos na *Internet*; (ii) a confidencialidade da informação que recebem dos investidores e beneficiários, e por fim, (iii) o cumprimento das normas da presente lei e da demais regulamentação aplicável quanto à prevenção de conflitos de interesses. Já o n.º 2 do artigo anterior desenvolve uma delimitação negativa, reforçando a ideia de que as anteriores não podem: (i) fornecer aconselhamento ou recomendações quanto aos investimentos a realizar; (ii) compensar os seus dirigentes ou trabalhadores pela oferta ou volume de vendas de produtos disponibilizados ou referências nos respetivos portais e, por último, (iii) gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários.

Adicionalmente, segundo o disposto nos arts. 11.º e 21.º do RJFC, as plataformas devem detetar potenciais conflitos de interesse e agir de forma a prevenir ou minimizar o seu risco de ocorrência, pelo que os seus titulares, dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços com intervenção direta na atividade de financiamento colaborativo não podem possuir interesses nas ofertas disponibilizadas nas primeiras. Mais importa referir que o art. 16.º do RJFC descreve ainda deveres adicionais das plataformas, mais concretamente na prevenção de situações de fraude.

No que concerne aos investidores, as plataformas de financiamento colaborativo devem ainda disponibilizar toda a informação relevante para uma tomada de decisão informada para o investimento, assim como priorizar uma organização interna adequada das mesmas, com vista

à identificação de possíveis conflitos de interesses⁶⁷. Para que as plataformas se possam registar junto à CMVM, as mesmas devem fornecer informações específicas, como a identificação dos titulares do capital da entidade gestora da plataforma, a documentação de prestação de contas, descrição do modelo de negócio e indicação sobre se reveste ou não a natureza de intermediário financeiro ou agente vinculado de intermediário financeiro, entre outros (art. 4.º do Regulamento da CMVM).

5.4.2. Incumprimento das obrigações dos intermediários

Ora, como referido anteriormente, a Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, estabelece o regime sancionatório aplicável no caso de violação do RJFC. Assim, segundo o disposto no art. 22.º/1 do RJFC, os regimes contraordenacional e penal são aplicáveis no caso de desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo sem registo na CMVM, de incumprimento de obrigações de informação, de violação de segredo profissional e de violação de regras sobre conflitos de interesses. Como previsto no seu n.º 2, o disposto no número anterior não prejudica a aplicabilidade dos regimes sancionatórios aplicáveis nos termos gerais, nomeadamente daqueles previstos no CVM.

Como sabemos, à luz do art. 7.º/1 do Regulamento da CMVM e dos arts. 4.º e 5.º da Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, o incumprimento dos deveres previstos ao longo do desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo é sancionável, podendo constituir fundamento de suspensão e cancelamento do registo das entidades gestoras das plataformas pela CMVM.

Adicionalmente, tem-se que, segundo os arts. 432.º, 483.º e ss. do Código Civil, em caso de não cumprimento do direito de outrem ou qualquer disposição legal, tal pode levar a que haja lugar a consequências civis, tais como a cessação do contrato de intermediação ou de adesão às plataformas, com base na resolução e a obrigação de indemnizar as partes prejudicadas pelos danos resultantes da violação, por meio de responsabilidade civil.

⁶⁷ Cfr. arts. 10.º, 11.º, 13.º e 17.º do Regulamento da CMVM.

Capítulo 6: Desafio regulatório do *crowdfunding*

Como o *equity crowdfunding* opera como concorrente do setor bancário e do mercado de capitais, o mesmo exige uma atenção minuciosa a nível regulatório. Todavia, a regulação vigente fica por vezes aquém do que seria desejável pelo que, pode e deve ser alvo de revisão, de modo a que se possa reforçar o quadro de supervisão desta matéria. Posto isto, consideramos essencial analisar os diferentes ordenamentos jurídicos em vigor, assim como apresentar algumas recomendações que possam contribuir para aprimorar o seu modo de atuação.

Como já referido, existe um quadro legal europeu, como é o caso do Regulamento (UE) 2020/1503, relativo aos prestadores europeus relativo ao financiamento colaborativo, afigurando-se crucial para um maior equilíbrio dos ordenamentos jurídicos dos vários Estados-Membros, mais precisamente, entre o acesso a fontes alternativas de financiamento por PME como beneficiários e a proteção aos investidores, resultando em mercados financeiros mais competitivos. Contudo, surgem ainda algumas questões em aberto, pelo que cada país adotou normas jurídicas próprias neste âmbito que podem divergir entre os diferentes ordenamentos jurídicos. Assim, é fundamental analisar a complementariedade entre o Regulamento Europeu e as leis nacionais. Consequentemente, apesar de o *crowdfunding* ter vindo a ganhar mais destaque a nível global, tal tem representado um entrave para o crescimento desta modalidade de financiamento.

Ora, é então evidente que, dada a fragmentação do mercado europeu, e tendo cada Estado-Membro liberdade legislativa interna, dá azo a que haja níveis distintos de restrições no que concerne aos sujeitos da tríade do *crowdfunding* (beneficiários, investidor e plataforma de financiamento colaborativo), podendo ou não ser redutor para o seu crescimento.

Relativamente ao RJFC, a definição de financiamento por intermédio de *crowdfunding* prevista no seu art. 2.º levanta várias questões, primeiramente no que concerne ao uso da palavra “investidores” para se referir a todos os financiadores em todas as modalidades de financiamento colaborativo. É do nosso entendimento que essa palavra apenas deveria ter ligação ao financiamento colaborativo de capital e por empréstimo, não sendo adequado, associar investidores a doadores, pois estes não se consideram verdadeiros investidores na correta aceção da palavra. Ademais, embora entendamos que a finalidade do legislador possa ter sido que o investimento nos projetos das plataformas não fosse apenas subscrito por investidores volumosos, mas antes pela generalidade do público, ao referir a expressão “investidores individuais”, poderá levar a que haja uma interpretação errónea, pois não abrange diversos investidores, como fundos de investimento, bancos e seguradoras, investidores esses

mais qualificados. A própria abordagem do art. 20.º/3 do RJFC, leva a que interpretamos que o legislador pretende antes sim, restringir os investimentos efetuados por entidades de investimento coletivo.

Estes limites não são consensuais no direito comparado, pois o Regulamento (UE) 2020/1503, assim como o ordenamento jurídico do Reino Unido, não atribuem limites ao investimento, enfatizando a obrigação de informação por parte dos beneficiários e o dever de realização do *appropriateness test* a investidores não profissionais. Embora alguns autores entendam que estas limitações, não são nada mais do que medidas discriminatórias, que restringem possíveis ganhos avultados a pessoas com recursos limitados, não podemos concordar integralmente com tal posição⁶⁸. A proteção aos investidores não qualificados, deve, nesse sentido, prevalecer face à liberdade supra explanada, devido ao risco associado a estes projetos.

Entendemos ainda que a definição do art. 2.º do RJFC, que expressa que o investimento angariado nas plataformas é proveniente “de um ou vários investidores”, desvirtua o propósito desta modalidade de financiamento. Pois, se procedermos a uma interpretação literal, ficamos com ideia de que o *crowdfunding* pode ser feito entre uma entidade, um investidor e a utilização do correio eletrónico. Ora, é da nossa opinião que o seu propósito é que um conjunto de possíveis investidores tenha o livre acesso aos projetos apresentados na plataforma e, posteriormente, que seja angariado financiamento de diversos investidores. Deve, portanto, ser feita no nosso entendimento, uma interpretação restritiva desta norma.

Relativamente ao artigo 11.º/1 do RJFC, no qual expõe que os titulares, dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços das plataformas de financiamento colaborativo que intervenham diretamente nas atividades que decorrem nesta última, devem fazer acautelar ou minimizar qualquer eventual conflito de interesse. Em vários ordenamentos jurídicos europeus, como França e Espanha, não existe nenhum impedimento quanto à sua participação. Outrossim, o Regulamento (UE) 2020/1503, inclui a proibição destes últimos da detenção de participação nas ofertas de *crowdfunding* realizadas nas respetivas plataformas de financiamento, à exceção dos casos previstos no art. 8.º/2 deste Regulamento. Contudo, somos da opinião, que no meio está a virtude, isto é, acreditamos que seria vantajoso encontrar um equilíbrio entre ambas as posições descritas, ou seja, no caso de não haver qualquer impedimento da participação destes, o seu acesso não poderia ser feito sem qualquer

⁶⁸ Cfr. JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Regulação de Formas de Financiamento ...*, cit., pp. 416-417 e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO *et alii*, *op. cit.*, p. 299.

fiscalização, sendo que, acreditamos que deveria haver outras normas, de forma a colmatar um possível conflito de interesses. A título de exemplo, tal como descrito na Diretiva 2014/65/UE, havendo sócios que detenham uma participação sob a forma de detenção, diretamente ou através de uma relação de controlo, menor a 20% dos direitos de voto ou do capital na participação nas ofertas de financiamento colaborativo efetuadas nas respetivas plataformas de financiamento colaborativo.

Adicionalmente, tem-se que as plataformas precisam de se registar junto da CMVM, como descrito no art. 15.º do RJFC, o que implica custos demasiado elevados para algumas empresas. Estes custos são ainda sentidos e suportados pelos beneficiários, relativamente à apresentação da sua situação financeira, de contas auditadas, caso existam, de prognósticos de rentabilidade e obrigação de detalhar ao pormenor o projeto a ser financiado. Tal pode constituir um obstáculo para a sua entrada no mercado, podendo culminar na criação de oligopólios. Destarte, na nossa opinião é fundamental encontrar um equilíbrio, de modo a salvaguardar os investidores, entre as exigências impostas às plataformas e a garantia e defesa de uma concorrência saudável entre as entidades gestoras das plataformas de financiamento. Uma possível solução seria aumentar as exigências às plataformas, tanto pelas suas funções de *due diligence* aos projetos que dispõem, assim como disponibilizar meios que promovem uma literacia financeira mínima dos investidores, consoante o seu nível de risco, objetivos e situação financeira. A título de exemplo, as entidades gestoras das plataformas poderão disponibilizar aos investidores um *entry knowledge test*.

Segundo o disposto no art. 2º/1 do Regulamento da CMVM, a nosso ver, a pretensão de um capital social mínimo inicial tão elevado, principalmente nas situações de empresas formadas previamente ao momento de registo na CMVM como intermediárias de *crowdfunding*, não se apresenta como uma medida pertinente. Somos da opinião que o valor exigido deveria ser consideravelmente menor, pois tal traduz-se numa desvantagem competitiva para as empresas nacionais que atuam neste setor, comparativamente a outras empresas de outros países.

Ademais, mantendo ainda o foco nos investidores, o art. 20.º do RJFC e o art. 12.º do Regulamento da CMVM determinam limites anuais de investimento nas campanhas de *equity crowdfunding* até 3 000€ por oferta, ou 10 000€ no global de investimento no prazo de 12 meses. É ainda estabelecida a necessidade de que os investidores declarem, aquando da subscrição, qual o montante global investido em campanhas de investimento colaborativo de capital. Somos da opinião que o legislador foi feliz ao implementar estas barreiras ao

investimento, pois limita as perdas dos investidores, que de outra forma, teriam total liberdade para investir todas as suas poupanças em projetos que têm uma taxa de insucesso elevada.

Acreditamos que seria benéfico que a granularidade das informações exigidas deveria ser menor na fase prévia ao investimento, bem como que o art. 16.º do Regulamento da CMVM deveria incluir outros deveres de informação da empresa aos investidores, sem que tal acarrete qualquer custo adicional, no que tange à divulgação dos órgãos sociais e da estrutura acionista, dos estatutos da sociedade e possíveis direitos especiais dos sócios fundadores.

Outro ponto relevante tanto da perspectiva do beneficiário como do investidor, prende-se com a liquidez das participações de capital (art. 16.º/2 alínea j) do Regulamento CMVM) e a quase inexistência do mercado secundário. Após a aquisição dos valores mobiliários por parte do investidor, tende a haver a necessidade de aguardar pelo crescimento e maturação do projeto, para que posteriormente seja emitido à negociação num mercado regulamentado, beneficiando de um mercado secundário. Assim, as plataformas têm vindo a considerar o desenvolvimento de mercados secundários para fomentar maior liquidez, todavia esta modalidade de mercado ainda não está totalmente estabelecida como acreditamos que deveria estar. Algumas plataformas têm inclusivamente começado a colaborar com mercados secundários já existentes para aumentar a sua atratividade para investidores no mercado. Apesar dos desafios inerentes, existem algumas plataformas que já se estabeleceram no mercado secundário a nível europeu, como a Seedrs e a Funderbeam.

No que se refere à possibilidade de um mercado secundário ser estabelecido pelas plataformas de financiamento colaborativo, somente é viável que o mesmo funcione com boletins informativos, conforme estipulado no art. 25.º do Regulamento (UE) 2020/1503. Estes, não visam ser um mercado secundário no verdadeiro sentido da palavra, pois a pretensão não passa por ser um sistema interno em que são efetuadas ordens de compra e venda, mas sim, segundo o n.º 1 do mesmo, possibilitar que os clientes anunciem 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. É, portanto, visível o constrangimento sentido por parte das plataformas, pois assumem um papel passivo, na medida em que recorrendo a uma analogia, funcionam como uma espécie de vitrine dos interesses dos investidores.

Acreditamos que, não sendo este um tema nem consensual, nem de fácil solução, os boletins informativos aparentam ser a melhor forma de solucionar este problema, pois por um lado, evitam os riscos associados aos mercados secundários e, por outro lado, asseguram uma

abordagem justa que beneficia tanto os investidores como as plataformas, auxiliando no combate ao problema de iliquidez supramencionado.

No que concerne aos investidores, entendemos que a letra do artigo 19.º/2 do Regulamento da CMVM, desrespeita o princípio da universalidade. Este princípio defende que o objetivo primário deste modelo de financiamento é dirigir uma oferta a destinatários indeterminados que integrem um *crowd* de potenciais investidores. Ora, embora entendamos a importância que os investidores profissionais têm para o financiamento colaborativo, desde auxiliar os investidores não profissionais na tomada de decisão, que confiam no seu prévio escrutínio face ao investimento, é da nossa opinião que não é justificável que as plataformas excluam, ou mesmo dificultem o acesso aos investidores não profissionais face aos diversos projetos. Mais importa referir que, o principal tecido empresarial alvo do *crowdfunding* diz respeito a PME e *start-ups*, pelo que acreditamos que os limites de oferta impostos nas alíneas 1 e 2 do artigo em apreço, de 1 000 000€ a 5 000 000€, não são de todo despropositados, aferimos mesmo serem adequadas ao seu propósito.

Não é especificado por parte do RJFC qual a forma de participação social remuneratória do investimento, permitindo uma leitura, de que nenhum tipo sociedade está limitada a emitir ofertas de financiamento colaborativo (doravante OFC) de capital. Ora, no caso das sociedades por quotas em que as ofertas não são de participações de valores mobiliários, a OFC de capital não lhes é vetada, desde que sejam emitidas através de operações de aumento de capital com recurso à subscrição pública, tendo estas de ser realizadas por entrada em dinheiro ou em espécie. Existe uma certa incompatibilidade das sociedades por quotas face ao financiamento colaborativo. Primeiramente, sentida no caso concreto do amplo dispersar de capital e em segundo lugar, pelo facto de ter de existir um registo comercial das aquisições de quotas, segundo o disposto no art. 242.º-A do Código das Sociedades Comerciais (doravante CSC).

Posto isto, o recurso à subscrição pública encontra-se limitado às Sociedades Anónimas, pois apenas permitem que não seja determinado quais os investidores a quem se dirige o aumento de capital. Olhando para a realidade portuguesa, sendo a maioria das empresas constituídas sob a forma de Sociedade por Quotas, a resolução dos problemas de financiamento acaba por ficar parcialmente resolvida, pois este tipo de sociedade não poderá utilizar estas plataformas como meio de se financiarem.

Já no que se refere à constituição de sociedade por subscrição pública, o art. 279.º do CSC, dita a sua possibilidade, podendo os beneficiários ser pessoas singulares ou coletivas, aplicado

para as sociedades anónimas e sociedades em comandita por ações, segundo o disposto no art. 478.º do CSC.

Em sede do dever de informação das entidades que recorrem ao financiamento colaborativo, é exigido a apresentação de um relatório de gestão para apreciação anual da situação da sociedade, como disposto no art. 66.º/1 do CSC, onde deverá constar uma exposição da evolução dos negócios, do desempenho e da posição da sociedade, bem como uma descrição dos principais riscos da mesma. Posto isto, o RJFC inclui no seu art. 17.º/2, a exigência aos beneficiários de remeter anualmente à CMVM e às plataformas com as quais mantêm uma relação, de forma a estarem disponíveis para consulta junto dos investidores, os respetivos relatórios. É, portanto, de louvar esta última obrigação, pois entendemos que a apresentação desse relatório vai de encontro aos princípios de promoção de transparência e a urgência de proteção dos investidores. Sublinha-se assim, o quão premente é encontrar um equilíbrio entre as exigências impostas ao beneficiário e a proteção através do dever de informação aos investidores.

Ademais, uma outra recomendação para aumentar a eficácia de proteção dos investidores passaria por o RJFC exigir às plataformas, que estas procedam a uma categorização dos investidores que recorrem a estes serviços, como disposto no art. 317.º e ss. do CVM. Para tal, sugerimos a criação de uma base de dados que compilasse todos os montantes investidos em OFCs, bem como o seu escalão de rendimento, de modo a poder proceder a posterior classificação dos mesmos na plataforma⁶⁹.

⁶⁹ Cfr. arts. 17.º/2 alínea a) e 20.º/4 do RJFC e Art. 12.º/3 e 4 do Regulamento da CMVM.

Capítulo 7: Conclusão

Com a crescente evolução digital e com o aumento de desconfiança sentida relativamente ao setor financeiro tradicional, o monopólio do sistema bancário foi fortemente afetado, pelo que se deu espaço para um crescimento célere das FinTechs no setor financeiro, permitindo uma maior desintermediação financeira, acesso a serviços financeiros mais eficiente, acessíveis e personalizados, bem como um aumento da inclusão ao possibilitar o acesso ao financiamento a PME e *start-ups* que de outra forma, dificilmente o obteriam.

Um dos serviços financeiros que tem vindo a ganhar maior visibilidade neste âmbito, tem sido o *crowdfunding*, como nova fonte de financiamento, em particular o financiamento colaborativo de capital. Devido ao crescente interesse deste último, é imprescindível a existência de um quadro regulamentar sólido, de modo a salvaguardar a proteção dos investidores, assim como a garantia da credibilidade das plataformas de financiamento colaborativo. Mais importa referir que, dado o facto de se apresentarem como uma concorrência direta do sistema bancário e mercado acionista, tal exige que se prime por uma forte regulação de supervisão financeira.

Posto isto, com o presente trabalho, propusemo-nos a analisar e a dar resposta a diversas questões levantadas no âmbito do *equity crowdfunding*, mais especificamente os seus desafios regulatórios, dando ênfase ao Regime Jurídico Português. Procedemos ainda a uma análise do direito comparado, no qual abordamos o regime jurídico aplicável tanto no Direito Europeu, como analisamos o Direito Nacional de diferentes ordenamentos jurídicos, onde procedemos a uma análise crítica dos mesmos. Almejamos ainda contribuir para uma investigação mais minuciosa da legislação portuguesa relativamente ao financiamento colaborativo de capital, ao mesmo tempo que, pretendemos discernir as principais vantagens decorrentes da utilização desta modalidade de financiamento, sobretudo para as PME e *start-ups*.

Primeiramente, cabe saudar o legislador nacional, pois consideramos que as medidas implementadas no nosso ordenamento jurídico no que concerne ao *equity crowdfunding*, estão de um modo geral bem redigidas, tentando sempre salvaguardar os interesses dos investidores, beneficiários e plataformas de financiamento colaborativo. Entre os quais, a obrigação das entidades beneficiárias de prestarem informações às entidades gestoras das plataformas de *equity crowdfunding* tanto no momento da campanha inicial, como posteriormente a este. Adicionalmente, salientamos um ponto extremamente positivo no regime jurídico nacional, nomeadamente o quão inclusivo é, na medida em que possibilita o acesso tanto a investidores profissionais como a não profissionais, tendo em consideração a existência de diferentes

realidades financeiras e níveis de literacia financeira, estabelecendo limites para os montantes a investir por estes últimos, de modo a reduzir o risco associado a este tipo de investimentos. Ressalvamos ainda a existência de boletins informativos, que consideramos serem um bom ponto de partida para o estabelecimento do mercado secundário de *crowdfunding* de capital.

Contudo, acreditamos que existem alguns pontos a aprimorar, que fomos elencando ao longo do presente estudo. Ora, um dos pontos cruciais a ser alvo de revisão diz respeito à definição de financiamento colaborativo, que concordamos que deve ser refinada, de modo a possibilitar uma clara compreensão do verdadeiro propósito deste novo meio de financiamento. Ademais, somos da opinião que o legislador português deve ampliar as exigências impostas às plataformas de financiamento, de modo a que estas possam promover uma maior literacia financeira, de modo a colmatar o poder de análise e decisão sentida entre os investidores profissionais e não profissionais. Mais importa salientar, que relativamente à participação das plataformas e seus titulares na participação nas ofertas realizadas nas suas próprias plataformas, consideramos que não deveria haver uma proibição, como a prevista no ordenamento jurídico português, mas antes, deveríamos olhar para o exemplo europeu e de outros ordenamentos jurídicos onde a proibição não é tão abrangente, permitindo o seu acesso em certos casos.

Em suma, acreditamos que a regulamentação do financiamento colaborativo de capital deve ser pautada por um equilíbrio entre a proteção dos investidores e a viabilização do financiamento colaborativo como uma nova forma de financiamento, sobretudo para as empresas que não têm condições de o obter através dos meios tradicionais. De modo a ser possível tirar proveito do seu potencial na íntegra, ainda é preciso lapidar este diamante, tanto pela medição de esforços para uma regulamentação mais eficiente, assim como pela maior sensibilização e dinamização desta atividade.

Bibliografia

ANAND, DIVYA; MANTRALA, MURALI, «Responding to disruptive business model innovations: the case of traditional banks facing fintech entrants», in *Journal of Banking and Financial Technology*, 2019, Vol. 1, N.º 3, pp. 19-31.

ARNER, DOUGLAS; BARBERIS, JÁNOS; BUCKLEY, ROSS. «The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?», in *University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper*, 2015, N.º 2015/0473, pp. 4-9.

BANCO DE PORTUGAL, *Banco de Portugal e FinTechs debatem as oportunidades do open banking e o sucesso do Portugal FinLab*, Banco de Portugal, 2019, in <https://www.bportugal.pt/>, (19.01.2023).

BEIRNE, JOHN; VILLAFUERTE, JAMES; ZHANG, BRYAN, *FINTECH AND COVID-19: Impacts, Challenges, and Policy Priorities for Asia*, Asian Development Bank Institute, 2022, in <https://www.adb.org/>, (22.01.2023).

BELEZAS, FERNANDO. *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 23-55.

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO, *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*, Boletín Oficial del Estado, 2015, in <https://www.boe.es/>, (13.03.2023).

BUNDESMINISTERIUM DER JUSTIZ, *Lei de Investimentos em Ativos (Lei de Investimentos de Riqueza - VermAnlG)*, Bundesministerium der Justiz, 2011, in <https://www.gesetze-im-internet.de/>, (15.03.2023).

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *DLT, IA e ESG*, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2021, in <https://www.cmvm.pt/>, (12.01.2023).

COMISSÃO EUROPEIA, *Diretiva (UE) 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2020, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (3.03.2023).

COMISSÃO EUROPEIA, *Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2014, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (25.02.2023).

COMISSÃO EUROPEIA, *Diretiva 2019/1937/UE do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2019, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (1.03.2023).

COMISSÃO EUROPEIA, *Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2017, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (1.03.2023).

COMISSÃO EUROPEIA, *Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho*, 2020, in <https://eur-lex.europa.eu/>, (2.03.2023).

DEFFAINS-CRAPSKY, CATHERINE; SUDOLSKA, AGATA, «Radical Innovation and Early Stage Financing Gaps: Equity-Based Crowdfunding Challenges», in *Journal of Positive Management*, 2014, Vol. 5, N.º 2, pp. 9-19.

DIAS LOPES, INÊS. «Equity crowdfunding. A governação da sociedade financiada», in *Revista de Direito das Sociedades*, 2018, N.º 4, Almedina, pp. 736-738.

DORFLEITNER, GREGOR *et alii*, «Definition of FinTech and Description of the FinTech Industry», in *FinTech in Germany*, 2017, pp. 5-10.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Investment-based crowdfunding: Insights from regulators in the EU*, European Securities and Markets Authority, 2015, in <https://www.esma.europa.eu/>, (10.02.2023).

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Opinion: Investment-based crowdfunding*, European Securities and Markets Authority, 2014, in <https://www.esma.europa.eu/>, (23.03.2023).

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *PS14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, Financial Conduct Authority, 2014, in <https://www.fca.org.uk/>, (10.03.2023).

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *PS20/10: Prohibiting the sale to retail clients of investment products that reference cryptoassets*, Financial Conduct Authority, 2020, in <https://www.fca.org.uk/>, (12.03.2023).

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Financial Stability Implications from FinTech*, Financial Stability Board, 2017, in <https://www.fsb.org/>, (15.01.2023).

FONSECA, FÁTIMA. «O contrato de depósito escrow», in *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, N.º4, Almedina, pp. 801-828.

HAGEDORN, ANJA; PINKWART, ANDREAS. «The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis», in *Crowdfunding in Europe – State of Art in Theory and Practice*, 2016, Springer International Publishing, pp. 74-82.

IMERMAN, MICHAEL B.; FABOZZI, FRANK J., «Cashing in on innovation: a taxonomy of FinTech», in *Journal of Asset Management*, 2020, Vol. 21, N.º 3, p. 169.

KNEWTSON, HEATHER; ROSENBAUM, ZACHARY, «Toward understanding FinTech and its industry», in *Managerial Finance*, 2020, Vol. 46, N.º 8, pp. 1043-1060.

LEHNER, OTHMAR M., «Crowdfunding social ventures: a model and research agenda», in *Venture Capital*, 2013, Vol. 15, N.º4, pp. 295-298.

MARTINS PEREIRA, CLARA. *A regulação do crowdfunding de capital no ordenamento jurídico português*, Tese de Mestrado em Direito e Gestão. Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2019, p. 72.

MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO; PERESTRELO DE OLIVEIRA, ANA; DUARTE, D. PEREIRA. *FinTech - Desafios da Tecnologia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2019, 2.ª edição, pp. 10-328.

OLAVO CUNHA, PAULO, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2019, 7.ª edição, p. 427.

PERESTRELO DE OLIVEIRA, ANA; PAZ FERREIRA, EDUARDO. «Fundamentos da resolução bancária: a propósito do caso BES e da legitimidade da deliberação de resolução», in *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, N.º 2, Almedina, p. 300.

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, *Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participatif*, République Française, 2014, in <https://www.legifrance.gouv.fr/>, (16.01.2023).

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, *Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, République Française, 2014, in <https://www.legifrance.gouv.fr/>, (16.01.2023).

ROQUETTE GERALDES, LUÍS; SEARA CARDOSO, FRANCISCA. «Uma revolução chamada crowdfunding», in *IV Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, 2016, Almedina, pp. 497-501.

SÁ COUTO, ANA; ROMANO COLAÇO, FREDERICO, «O Equity Crowdfunding e os Meios Alternativos de Financiamento», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 2015, N.º39, p. 132.

SCHWARTZ, ANDREW. «The Digital Shareholder», in *Minnesota Law Review*, 2015, Vol. 100, N.º 2, p. 635.

TARSO DOMINGUES, PAULO DE, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 560-566.

TAYLOR, RYAN, «Equity-based Crowdfunding: Potential Implications for Small Business Capital», in *Small Business Administration Office of Advocacy*, 2015, N.º5, pp. 3-4.

THAKOR, ANJAN, «Fintech and banking: What do we know?», in *Journal of Financial Intermediation*, 2020, Vol. 41, p. 2.

VIEIRA DOS SANTOS, JOÃO. «Regime jurídico do crowdfunding (financiamento colaborativo)», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, 2017, N.º 3, Almedina, p. 645.

VIEIRA DOS SANTOS, JOÃO. *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial Fintech: em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offerings*, Almedina, Coimbra, 2022, pp. 31-417.

ZUNZUNEGUI, FERNANDO, «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)», in *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2015, p. 9.