



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Proteção dos Investidores no Financiamento Colaborativo

Ana Mafalda Figueiredo Teles Lopes

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Proteção dos Investidores no Financiamento Colaborativo

Ana Mafalda Figueiredo Teles Lopes

Orientador: Professor Doutor Filipe Cerqueira Alves

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

Aos meus pais e irmãos, os meus pilares.

“A persistência é o caminho do êxito”

(Charles Chaplin)

Agradecimentos

Recordo, com carinho, as pessoas que mais marcaram este meu percurso.

Ao meu orientador, Professor Doutor Filipe Cerqueira Alves, a quem quero expressar o meu respeito e admiração e agradecer as sábias orientações. Agradeço o apoio prestado e a sua disponibilidade.

Aos meus pais, que me transmitiram a vida e os valores, que me testemunharam a honra e o trabalho. São e serão sempre o pilar fundamental na minha vida.

Aos meus irmãos, Tiago e Henrique, os meus companheiros em todos os momentos.

Aos meus avós, por todo o carinho.

Ao Álvaro, pelas palavras de motivação nos momentos certo.

Aos meus colegas e amigos, pelos momentos que partilhamos, em especial à Clara e à Jamille que me acompanharam diariamente ao longo desta caminhada.

À Universidade Católica Portuguesa, pelo contributo na minha formação e pelas amizades que ficarão, sem dúvida, para a vida.

Não cheguei ao fim de nada, cada dia tudo é novo e recomeça sempre e para sempre, com aquela eternidade com que só os humanos sabem sonhar...

A todos, o meu obrigada.

Resumo

Com o desenvolvimento dos serviços de Financiamento Colaborativo, os legisladores tiveram de acompanhar esta figura, de forma a, por um lado, protegerem os seus intervenientes, e, por outro, manterem o mercado financeiro equilibrado. A figura do Financiamento Colaborativo nas modalidades de empréstimo e de capital é acompanhada de diversos riscos para os investidores, cuja identificação e caracterização constituem um dos núcleos desta dissertação. Para o efeito, teremos de entender o conceito de Financiamento Colaborativo, as suas modalidades, tipos de sujeitos usualmente envolvidos, vantagens e riscos. Depois de identificados e caracterizados os riscos, o trabalho centra-se na apresentação e análise das medidas de proteção dos investidores presentes na legislação em vigor para o Financiamento Colaborativo, tanto no plano nacional como no europeu.

Palavras-chave: beneficiários; financiamento colaborativo; investidores; proteção dos investidores.

Abstract

With the development of crowdfunding services, legislators have had to keep up with it in order to protect its players on the one hand and keep the financial market balanced on the other. The figure of crowdfunding in the form of loans and capital is accompanied by various risks for investors, the identification and characterisation of which is one of the focuses of this dissertation. To do this, we need to understand the concept of crowdfunding, its modalities, the types of people usually involved, its advantages and risks. Once the risks have been identified and characterised, the work focuses on presenting and analysing the investor protection measures contained in the legislation in force for crowdfunding, both at national and european level.

Keywords: beneficiaries; crowdfunding; investors; investor's protection.

Índice

Introdução.....	13
1. Formas Tradicionais de Investimento e de Financiamento das Empresas	14
2. O Financiamento Colaborativo	15
2.1. O Conceito de Serviços de Financiamento Colaborativo	16
2.2. As modalidades de Financiamento Colaborativo	16
2.3. Plataformas de Financiamento Colaborativo	17
2.4. Investidores Envolvidos nas Operações de Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras	19
2.5. Vantagens do Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras	20
2.6. Riscos nas Operações de Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras	21
3. A Proteção dos Investidores no Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras	24
3.1. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo em Portugal	25
3.2. O Regulamento Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo	27
3.3. Medidas de Proteção dos Investidores no Financiamento Colaborativo	28
3.3.1. Deveres de informação	29
3.3.2. Dever de avaliação do perfil dos investidores	37
3.3.3. Limites ao investimento.....	41
3.3.4. Período de reflexão pré-contratual.....	44
3.3.5. Prevenção de conflitos de interesses.....	46
Conclusões.....	50
Bibliografia	53

Lista de Siglas e Abreviaturas

Al. – Alínea

Als. - Alíneas

AMF – Autorité des Marchés Financiers¹

Art. – Artigo

Arts. - Artigos

CIP - *Conseiller en Investissement Participatif*²

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNVM – Comisión Nacional del Mercado de Valores³

FC – Financiamento Colaborativo

FCA – Financial Conduct Authority⁴

IFIFC – Informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo

IFP - *Intermédiaire en Financement Participatif*⁵

Nº - Número

PSI - *Prestataire de Service d'Investissement*⁶

Regulamento (UE) 2020/1503 – Regulamento (UE)

Regulamento CMVM nº1/2016 – Regulamento CMVM

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo⁷

UE – União Europeia

¹ A tradução corresponde a: Autoridades dos Mercados Financeiros.

² A tradução corresponde a: Conselheiro em Investimento Colaborativo.

³ A tradução corresponde a: Comissão Nacional de Valores Mobiliários.

⁴ A tradução corresponde a: Autoridade de Conduta Financeira.

⁵ A tradução corresponde a: Intermediário de Financiamento Colaborativo.

⁶ A tradução corresponde a: Prestador de Serviços de Investimento.

⁷ O RJFC é a lei nº 102/2015, na sua última redação conferida pelo DL nº 66/2023.

Introdução

Com o crescente emprego dos meios eletrônicos, são oferecidos aos utilizadores meios alternativos de investimento e de financiamento realizados através deles, nomeadamente, plataformas de Financiamento Colaborativo (FC). Os meios eletrônicos promovem o contacto entre as empresas e os diferentes interessados, favorecendo o desenvolvimento das plataformas de FC. Esta realidade tecnológica facilita a pequenas e médias empresas a obtenção de financiamento por parte de investidores particulares. Não obstante, este meio alternativo acarreta riscos para os investidores.

A presente dissertação tem como núcleo temático fundamental as medidas de proteção dos investidores, começando pela identificação dos riscos aquando da consumação de uma relação contratual de FC e procurando determinar quais os instrumentos utilizados para os colmatar. O trabalho procura analisar esses riscos e apresentar as soluções previstas pelas legislações nacional e europeia de proteção dos investidores no quadro do FC.

A presente dissertação é estruturada em: introdução, três capítulos e conclusão.

O primeiro capítulo identifica, sucintamente, as formas tradicionais de investimento e financiamento das empresas, alertando para a necessidade de recorrer a meios alternativos.

O segundo capítulo expõe e analisa conceitos fundamentais no âmbito do FC, designadamente, o conceito de FC, as suas modalidades, as plataformas de FC como meio alternativo de investimento e financiamento de empresas, os seus investidores e vantagens derivadas. O objetivo primordial que orienta este capítulo é a elucidação dos riscos inerentes ao FC.

O terceiro capítulo incide sobre as medidas de proteção dos investidores, expondo minuciosamente as normas previstas no RJFC, no Regulamento da CMVM e no Regulamento (UE) nesse âmbito. A análise procura determinar se essas medidas são ou não suficientes para a proteção dos investidores, sugerindo e discutindo possíveis alterações à lei.

Por fim, destacamos as principais conclusões a que a investigação desenvolvida permitiu chegar.

1. Formas Tradicionais de Investimento e de Financiamento das Empresas

Ab initio, cabe, desde logo, esclarecer o conceito de investimento financeiro. Este corresponde ao “ato de investir um determinado capital por um certo período de tempo”⁸. A CMVM é a entidade responsável, em Portugal, por “supervisionar e regular os mercados de instrumentos financeiros, assim como os agentes que neles atuam”⁹ no qual se opera o investimento financeiro.

Este tipo de investimento pode se concretizar por meio da aquisição de uma participação social, representando esta a “posição jurídica unitária e complexa de que uma pessoa singular ou coletiva é titular enquanto sócia de uma sociedade comercial”¹⁰, seja através de uma Sociedade de Capital de Risco ou de fundos de capital de risco, investimentos diretos de particulares ou empresas criadas para o efeito¹¹.

No que concerne ao financiamento, este é essencial para as empresas que querem expandir ou investir na sua atividade e não possuem recursos próprios suficientes para realizar estas operações¹². O financiamento das empresas pode ser efetivado por via do autofinanciamento, no qual se verifica uma gestão mais eficiente dos próprios ativos financeiros ou através de capitais próprios dos investidores¹³ ou através de capitais externos¹⁴, nomeadamente, recorrendo ao empréstimo bancário¹⁵, sendo este o meio mais frequente de financiamento externo das empresas. Até assumirem uma dimensão

⁸«CMVM», acessido 6 de novembro de 2023, <https://www.cmvm.pt/PIinvestidor/Content?Input=7EBBD1FCAA7135CF0B082181F4B3D06E788E93E50A531BD0A8E217EBC0BC94DB>.

⁹ «CMVM», acessido 6 de novembro de 2023, <https://www.cmvm.pt/PIInstitucional/Content?Input=E85A6812FADA204764C216FD803CB987D067E2D5A7C38C20B55F46ECBA8FC159>.

¹⁰ José Engrácia Antunes, «Direito das Sociedades», 9.^a ed. (Porto, 2020), 396–440.

¹¹ Fernando José Pereira Ramos Palma, «Capital de risco como alternativa ao financiamento bancário» (Dissertação de Mestrado em Finanças, Lisboa, Instituto Universitário de Lisboa, 2016).

¹² Luciana Barbosa e Paulo Soares de Pinho, «Estrutura de financiamento das empresas», 2016, https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201601_p.pdf.

¹³ Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade identificam estes investidores como *business angels* ou sociedades e fundos de capital de risco.

¹⁴ Maria de Fátima Ribeiro, Filipe Cerqueira Alves, e Luís Correia de Araújo, «Formas Alternativas de Financiamento Empresarial», *Fashion Law - Direito da Moda*, n.º 1 (2019): 741–53.

¹⁵ Fernando Oliveira Tavares, Luís Pacheco, e Emanuel Ferreira Almeida, «Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal», junho de 2015. PAULO OLAVO CUNHA (2012) identifica ainda o *Project Finance*, o capital de risco e a garantia mútua como modalidades de financiamento.

razoável, as empresas não apresentam condições suficientes para recorrerem ao mercado, tendo de assegurar o financiamento através dos seus sócios¹⁶.

Porém, decorrente da crise de dívida soberana de 2008, em Portugal, o prémio de risco¹⁷ do país aumentou e a exigência de desalavancagem dos balanços nas instituições bancárias traduziu-se num aumento da dificuldade das empresas, principalmente pequenas e médias empresas, em obterem acesso ao crédito¹⁸. DIOGO PEREIRA DUARTE e JOÃO FREIRE DE ANDRADE (2019) identificam esta dificuldade no exemplo das *start-ups*, pela incipiência dos seus balanços, a inexistência de histórico em termos de crédito e, em alguns casos, a inexistência de um projeto em execução que garanta fluxos financeiros permitindo assegurar o serviço da dívida.

2. O Financiamento Colaborativo

Em consequência da redução do financiamento disponível¹⁹, tornou-se imprescindível o recurso a fontes de financiamento alternativas, tais como o FC, com o intuito de diversificar as fontes de financiamento das empresas²⁰.

MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO et al. (2019) entendem que as formas de financiamento por capitais alheios ao investidor foram alargadas pelo crescimento do capitalismo financeiro e telemático. A introdução das novas tecnologias no mercado financeiro provocou alterações, nomeadamente, no que concerne à infraestrutura financeira, produtos e modelos de negócio, a aparição de novos participantes e a reformulação de operadores históricos e da estrutura de mercado²¹.

¹⁶ Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.^a ed. (Coimbra: Almedina, 2012).

¹⁷ O prémio de risco é o retorno adicional face à taxa de juro sem risco que é exigido pelos investidores para deterem ativos com risco, conforme menciona Isabel Marques Gameiro, «Prémio de risco nos principais mercados acionistas», 2008.

Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab200811_p.pdf, consultado em junho de 2023.

¹⁸ Tavares, Pacheco, e Almeida, «Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal».

¹⁹ A redução drástica do financiamento deveu-se, principalmente, à excessiva dependência das empresas do recurso ao financiamento bancário. Financiamento Colaborativo

²⁰ João Vieira dos Santos, *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech* (Coimbra: Almedina, 2022).

²¹ Banco de Portugal, «Caracterização das IP, IME e entidades fintech que atuam em Portugal», 2021.

2.1. O Conceito de Serviços de Financiamento Colaborativo

O conceito de serviços de FC advém da articulação dos interesses dos investidores e dos beneficiários, dando uso às plataformas de FC²². A angariação das parcelas de financiamento é proveniente de um ou mais investidores particulares ou coletivos por parte de entidades que procuram financiamento para elas próprias ou para as suas atividades ou projetos, através da sua inscrição em plataformas eletrónicas disponíveis na Internet²³.

A figura do FC traduz-se no pedido de fundos a um grupo indiscriminado de investidores por intermédio de meios eletrónicos para os projetos que determinada entidade esteja a desenvolver em troca de regalias futuras, com base em empréstimos, ações ou até, em alguns casos, sem qualquer recompensa²⁴.

O FC assemelha-se à figura da oferta ao público, que reflete a modalidade de proposta contratual distinguida por ser dirigida a várias pessoas, uma vez que concretiza uma oferta dirigida a um número indefinido e amplo de investidores a qual, após ser aceite, dá origem a um contrato. Segundo ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (1988), essa proposta contratual deve ser completa, revelar a intenção inequívoca de contratar e apresentar a forma do contrato a celebrar²⁵.

2.2. As modalidades de Financiamento Colaborativo

Existem quatro modalidades de FC que integram os dois grupos seguintes: FC não financeiro e FC financeiro²⁶. O FC não financeiro equivale ao recurso ao público para a angariação de meios financeiros em troca de compensação não financeira ou até sob forma de doação. O FC financeiro representa o apelo público com o objetivo de obter recursos financeiros mediante juros, lucros, dividendos e/ou participações sociais. Conforme a lei portuguesa, no RJFC, as quatro modalidades de FC são doação,

²² Cfr. Art. 2º, nº1, al. a) do Regulamento (UE).

²³ Cfr. Art. 2º do RJFC, alterado pelo art. 4º do DL nº66/2023.

²⁴ Elizabeth Gerber, Pey-Yi (Patricia) Kuo, e Julie Hui, «Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms», 2012.

²⁵ António Menezes Cordeiro, *Teoria Geral do Direito Civil*, 2.ª ed., vol. 1 (Lisboa: Almedina, 1988).

²⁶ Fernando Belezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2.ª ed. (Coimbra: Almedina, 2019).

recompensa, capital e empréstimo. Quanto à noção das modalidades financeiras, FC de capital e FC por empréstimo, o RJFC remete para o Regulamento (UE)²⁷.

A modalidade de doação²⁸ é tipicamente utilizada por Organizações sem fins lucrativos, em que o investidor não recebe nada em troca, para além da satisfação de ter contribuído para um projeto ou causa social do seu interesse²⁹.

A modalidade de recompensa proporciona a atribuição de um benefício para os investidores do projeto³⁰, podendo este assumir qualquer forma de natureza não financeira, nomeadamente a “prestação do produto ou serviço financiado”³¹.

Na modalidade de capital são disponibilizados aos investidores ações ou uma participação na entidade beneficiária no respetivo capital social³², distribuição de dividendos ou partilha de lucros, sendo esta uma modalidade particular pela sua relação com o mercado de valores mobiliários.

A modalidade de empréstimo possibilita aos investidores emprestarem dinheiro aos beneficiários, em prol da concretização de determinado projeto, em contrapartida do reembolso e do pagamento de juros³³, “em conformidade com o calendário de pagamento das parcelas”³⁴.

2.3. Plataformas de Financiamento Colaborativo

As plataformas de FC são um “sistema de informação baseado na Internet e acessível ao público, operado ou gerido por um prestador de serviços de financiamento colaborativo”³⁵, através das quais os beneficiários poderão angariar as parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores³⁶. Os beneficiários aptos a recorrer à figura do FC podem ser “quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais

²⁷ Cfr. Art. 3º, al. e) do RJFC.

²⁸ Cfr. Art. 3º, al. a) do RJFC.

²⁹ David Igual Molina, *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*, 1.ª ed. (Bogotá, Colombia: Profit, 2016).

³⁰ Molina.

³¹ Cfr. art. 3º, al. b) do RJFC.

³² Molina, *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*.

³³ Molina.

³⁴ Cfr. Art. 2º, nº 1, al. b) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho.

³⁵ Cfr. Art. 2º, nº 1, al. d) do Regulamento (UE).

³⁶ Bezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*.

ou estrangeiras, interessadas na angariação de fundos para as suas atividades ou projetos”³⁷.

De modo a iniciarem a sua atividade, as plataformas têm de o comunicar à Direção-Geral das Atividades Económicas³⁸. No caso das entidades mencionadas nas alíneas a) a d) do art. 4º do RJFC e entidades supervisionadas pelo BdP, deve a CMVM solicitar, ainda, o parecer ao BdP alusivo à “autorização para prestação de serviços de FC”³⁹.

As plataformas de FC facilitam os serviços de financiamento empresarial, abreviando distâncias e tempos de execução⁴⁰. Os gestores de estas, nas modalidades financeiras podem ser “instituições de crédito, empresas de investimento, instituições de moeda eletrónica, entidades autorizadas a prestar serviços de pagamento e sociedades comerciais”⁴¹.

As plataformas de FC permitem às entidades entrarem em contacto com potenciais investidores para os seus projetos. Numa fase inicial, os beneficiários apresentam aos investidores os seus projetos, tendo de explicar os seus objetivos, de que forma pretendem gastar o dinheiro dos seus investidores e um prazo para atingirem os objetivos apresentados⁴².

De acordo com MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO et al. (2019), o beneficiário poderá aceder a este tipo de plataformas online e solicitar financiamento aos investidores presentes nestas, em troca de acesso futuro ao produto a desenvolver ou à compra do mesmo com descontos exclusivos, retribuição majorada do investimento, *royalties* ou participação social na iniciativa.

Destarte, vemos que o FC é um recurso para evoluir o mercado empresarial. O investimento efetuado nas empresas através deste tipo de plataformas permitirá um acréscimo no número de funcionários nas empresas, fomentar o empreendedorismo, a inovação e a investigação. JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2015) afirma a exigência de uma

³⁷ Cfr. Art. 12º-C do RJFC.

³⁸ Cfr. Art. 12º do RJFC.

³⁹ Cfr. Art. 16º-A, nº 1 do RJFC.

⁴⁰ Ribeiro, Cerqueira Alves, e Correia de Araújo, «Formas Alternativas de Financiamento Empresarial».

⁴¹ Cfr. Art. 4º, nº 2 do RJFC.

⁴² Ajay K. Agrawal, Christian Catalini, e Avi Goldfarb, «The geography of Crowdfunding», *SSRN Electronic Journal*, 2011.

forte regulamentação desta figura de modo a proteger os consumidores, aumentar a credibilidade e a fiabilidade do sistema, e evitar a burocracia excessiva e barreiras ao investimento, aumentando a confiança dos investidores neste tipo de plataformas⁴³.

2.4. Investidores Envolvidos nas Operações de Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras

A classificação meritória para efeitos de direito positivo vigente é a distinção entre investidores sofisticados e investidores não sofisticados, conforme descrita no Regulamento (UE)⁴⁴.

Os investidores sofisticados são qualquer pessoa singular ou coletiva que se qualifica como cliente profissional⁴⁵. Esta categoria de investidores integra entidades que devem ser autorizadas ou regulamentadas para operar em mercados financeiros, governos nacionais e regionais, bancos centrais, instituições internacionais e supranacionais e outros investidores institucionais cuja principal atividade é investir em instrumentos financeiros. É possível provar a qualidade de investidor como sofisticado, ao abrigo do Regulamento (UE), através da prova do seu estatuto profissional. Os critérios para se considerar um investidor como sofisticado estão presentes na Secção I do Anexo II do Regulamento (UE), sendo estes divididos entre pessoas singulares e coletivas⁴⁶. A Secção II do mesmo anexo prevê, ainda, a possibilidade dos investidores requererem o tratamento como investidores sofisticados, através da disponibilização de um modelo por parte dos prestadores de serviços de FC. Porém, o requerimento para o tratamento como investidor sofisticado acarreta consequências nomeadamente a perda

⁴³ João Vieira dos Santos, «Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades», *Revista Eletrónica de Direito*, n.º 2 (2015).

⁴⁴ Cfr. Art. 44 2º. Als. j) e k) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho.

⁴⁵ Joseph Lee, «Investor Protection on Crowdfunding Platforms.», 2021.

⁴⁶ Ao abrigo do Regulamento, as pessoas coletivas são consideradas como investidores sofisticados se cumprirem um dos três critérios seguintes: i) deter fundos próprios de pelo menos EUR 100.000; ii) apresentar um volume de negócios líquido de pelo menos EUR 2.000.000; iii) apresentar um balanço não inferior a EUR 1.000.000. Relativamente às pessoas singulares, são consideradas como investidores sofisticados se cumprirem dois dos seguintes três critérios: i) apresentar um rendimento bruto de pelo menos EUR 60.000 por ano fiscal, ou uma carteira de instrumentos financeiros que exceda EUR 100.000; ii) ter pelo menos um ano de experiência de trabalho no setor financeiro, numa profissão que exige o conhecimento das transações ou serviços previstos, ou tenha ocupado um cargo executivo durante pelo menos um ano numa pessoa coletiva; iii) tenha efetuado transações de dimensão significativa nos mercados de capitais, com uma frequência média de 10 transações por trimestre nos últimos 4 trimestres.

da proteção reservada aos investidores não sofisticados, que iremos *a posteriori* analisar.

Quanto aos investidores não sofisticados, o Regulamento (UE) somente aponta que estes consistem nos investidores que não são considerados como sofisticados.

2.5. Vantagens do Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras

O FC favorece a comunicação com as diversas partes interessadas, viabilizando ao beneficiário a transmissão da sua mensagem com mais clareza, em plataformas acessíveis e com potencialidade para atraírem novos investidores.

Para além do acesso a diversos investidores, é ainda propiciado o fornecimento de informações sobre o projeto, envolvendo os investidores na conceção de este, promovendo o desenvolvimento precoce de um ecossistema em torno de este⁴⁷.

PEDRO LEITE e NUNO MOUTINHO (2012) veem nas plataformas de FC a eventualidade de distribuição de riqueza, circulando esta dos investidores que têm para entidades que necessitam de esta⁴⁸, concebendo um ciclo favorável para a economia. AS plataformas permitem, ainda, a pequenos investidores o ensejo de acederem ao mercado de capitais⁴⁹.

As plataformas de FC surgem como viabilidade para novas ideias e negócios, que teriam um custo difícil de suportar. GERBER et al. (2012) distinguem o FC como uma chance de angariar capital para novas ideias e projetos. Este veio propiciar aos beneficiários do investimento, um aglomerado de “conhecimentos, técnicas, soluções e experiências num só espaço, a internet”⁵⁰.

Este método de financiamento proporciona às entidades a realização de um teste e validação do mercado, entendendo as preferências dos consumidores através de

⁴⁷ Mónica Kuti e Gábor Madarász, «Crowdfunding», *Public Finance Quarterly* 59, n.º 3 (2014): 355–66.

⁴⁸ Pedro Miranda Leite e Nuno Moutinho, «Innovation through Crowdfunding: A quantitative and qualitative analysis of Kickstarter», 2012.

⁴⁹ Joan M. Heminway, «The new intermediary on the block: Funding portals under the Crowdfunding act», 2013.

⁵⁰ Vieira dos Santos, «Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades».

feedback fornecido pela quantidade de recursos financeiros auferidos para determinado projeto⁵¹.

O FC apresenta um grande potencial no financiamento de diversas empresas, nomeadamente *start-ups*. Esta figura permite, efetivamente, oportunidades para consumidores e empresas, derivado dos baixos custos de transação, servindo igualmente como um teste ao mercado e como uma ferramenta de *marketing*⁵².

EUGENIA MACCHIAVELLO (2017) adita que os potenciais investidores poderão obter retornos superiores, uma maior diversificação das suas oportunidades pelo investimento num mercado alternativo e, ainda, uma satisfação pessoal por ajudar e investirem num projeto com o qual se identificam e no qual acreditam. Ademais, o sistema pode prosperar com o reforço da competitividade, num mercado tendencialmente dominado pelos bancos, aliado a um estímulo pela inovação.

Isto posto, induzimos que o FC é um instrumento para a evolução do mercado empresarial.

2.6. Riscos nas Operações de Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras

A consumação de uma relação contratual entre investidores, plataformas de FC e beneficiários nas modalidades financeiras de FC pode externalizar numerosos riscos para as partes envolvidas.

Os títulos em que os investidores empregam os seus recursos podem ser de capital próprio, dívida ou uma forma de contrato de investimento⁵³. JOAN MACLEOD HEMINWAY (2016) revela que cada instrumento apresentado transporta diferentes riscos e recompensas pela sua natureza. O tipo e o nível de informação disponibilizada relativa à segurança, o modo como o projeto financiado está a ser gerido e as entidades ou

⁵¹ Paul Belleflamme, Thomas Lambert, e Armin Schwiendbacher, «Crowdfunding: Tapping the right crowd», *Journal of Business Venturing* 29, n.º 5 (2014): 585–609.

⁵² Eugenia Macchiavello, «Financial-return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow banking, FinTech and Collaborative Finance Era», 2017.

⁵³ Joan MacLeod Heminway, «Securities Crowdfunding and Investor Protection», *CESifo DICE Report, ifo Insitut - Leibniz- Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München* 14, n.º 2 (2016): 11–15.

projetos que diligenciam a figura do FC diferem conforme a regulamentação aplicável e tendo em conta os termos ou práticas da indústria ou serviço em causa.

Alguns autores, nomeadamente, JAMES SUROWIECKI (2005)⁵⁴, JOAN MACLEOD HEMINWAY (2014)⁵⁵, DARIAN M. IBRAHIM (2015)⁵⁶ e ANDREW A. SCHWARTZ (2015)⁵⁷, destacam o potencial do ambiente de investimento heterogéneo que facilita a partilha de conhecimento entre investidores, fortalecendo um mercado saudável e “vibrante”.

A assimetria de informação entre os beneficiários e os investidores é um risco presente no FC⁵⁸. Ao conceito de FC, deve ser enquadrada a dimensão afetiva em que está inserido⁵⁹, agindo os investidores frequentemente por impulso, mesmo dispondo de pouca informação acerca dos projetos em que estão a investir. JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2022) justifica este risco pela limitação de informação que é facultada nas plataformas de FC sobre o beneficiário e ainda à escassez de transparência e fluxo direto de informação entre beneficiário e investidor. ANDREW A. SCHWARTZ (2015) enfatiza que se o problema da assimetria de informação não for suficientemente abordado, os investidores vão se recusar a investir, originando o fim do mercado de FC. A assimetria de informação é mais perceptível com a participação de investidores com iliteracia financeira.

Ademais, os investidores são expostos ao risco de fraude, nomeadamente à prestação de informações falsas ou enganosas ou até mesmo à ocultação de factos relevantes sobre as entidades, projetos ou atividades a financiar, na medida em que influenciam os investidores a uma apreciação errada sobre os níveis de rentabilidade esperada, risco ou liquidez dos financiamentos ou investimentos a subscrever⁶⁰. VASCO COSTA (2018) revela que a fraude pode assumir formas como o furto de identidade ou

⁵⁴ James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds* (New York: Anchor Books, 2005).

⁵⁵ Joan MacLeod Heminway, «Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”», *Vermont Law Review* 38 (2014): 827–48.

⁵⁶ Darian M. Ibrahim, «Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?», *Minnesota Law Review* 100 (2015): 561–607.

⁵⁷ Andrew A. Schwartz, «The Digital Shareholder», *Minnesota Law Review*, n.º 191 (2015): 629–35.

⁵⁸ Seth M. Freedman e Ginger Zhe Jin, «Learning by Doing with Asymmetric Information: Evidence from Prosper.com», 2011.

⁵⁹ Jérôme Méric et al., «La foule: Levier de gestion, projet de société ou idéologie?», *Revue Française de Gestion* 42, n.º 258 (2016): 61–74.

⁶⁰ Vasco Costa, «A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou “Crowdfunding” - Em Especial, o Caso Português», em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, 2018, 8.

de criação de perfis falsos de beneficiários ou sociedades emitentes de valores mobiliários, assim como a possibilidade de o objeto do FC servir para finalidades ilícitas, como o branqueamento de capitais⁶¹, mencionado igualmente por FERNANDO BELEZAS (2019) e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2022).

De acordo com ANDREW SCHWARTZ (2015), o maior risco para os investidores está relacionado com o insucesso dos projetos que estão a financiar, correlatado com a incerteza inerente dos investimentos⁶². Ora, os investidores arriscam num projeto, e como em qualquer investimento, existe sempre o risco de fracassar. O risco de insucesso pode decorrer do facto das plataformas de FC estarem abertas ao público, sendo publicada toda a ideia do negócio para os investidores tomarem uma decisão fundamentada no momento de investimento, podendo qualquer competidor do mercado aproveitar-se da ideia de negócio, aumentando a vulnerabilidade do projeto em causa⁶³. JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2022) indica a perda dos montantes investidos como um risco para os investidores, por não existir qualquer sistema de garantias para os investidores⁶⁴. É permitido a uma panóplia de entidades a obtenção de financiamento através do FC, nomeadamente a start-ups. DIOGO PEREIRA DUARTE ET AL (2019) reforçam que pelo ciclo de financiamento de estas⁶⁵, o risco empresarial é ainda superior na fase inicial denominada por fase semente ⁶⁶. FERNANDO BELEZAS (2019),

⁶¹ O branqueamento de capitais é, de acordo com o Banco de Portugal, “o processo pelo qual os autores de atividades criminosas encobrem a origem dos bens e rendimentos obtidos ilicitamente, transformando a liquidez proveniente dessas atividades em capitais reutilizáveis legalmente, por dissimulação da origem ou do verdadeiro proprietário dos fundos”, disponível em <https://www.bportugal.pt/page/branqueamento-de-capitais-e-financiamento-do-terrorismo>, consultado em outubro de 2023.

⁶² Schwartz, «The Digital Shareholder».

⁶³ João Pedro Tavares Correia, «O financiamento de documentários através de ações de crowdfunding: o caso do projeto X. TO.» (Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Comunicação Multimédia, Aveiro, Universidade de Aveiro, 2012).

⁶⁴ João Vieira dos Santos, *Regulação de Formas de Financiamento Colaborativo - Em especial o crowdfunding e as initial coin offerings* (Coimbra: Almedina, 2022).

⁶⁵ Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade dividem as fases de investimento de uma start-up em quatro fases diferentes. Cfr. Diogo Pereira Duarte e João Freire de Andrade, «Breves notas sobre o financiamento de start-ups e a sua regulação», em *Fintech - Novos Estudos sobre Tecnologia Financeira*, Almedina (Coimbra, sem data), 221-222

⁶⁶ Na fase semente, o investimento é realizado de modo a estabelecer a direção e os objetivos da atividade da sociedade. Nesta fase, num momento inicial, o investimento não apresenta contrapartida na geração de receitas para a sociedade, existindo assim um risco substancialmente elevado.

complementa que a perda dos montantes investidos é potenciada pela assimetria de informação existente entre os beneficiários e os investidores⁶⁷.

Outro risco revelado no FC corresponde aos potenciais conflitos de interesses entre as plataformas e os investidores. EUGENIA MACCHIAVELLO (2017) assinala que este tipo de risco pode acontecer quando a remuneração das plataformas é baseada no volume e no número de transações, levando a que estas sejam induzidas a reduzir o seu nível de diligência aquando da seleção dos beneficiários.

Como foi permitido observar, os investidores estão expostos a diversos riscos. Iremos assim abordar os mecanismos de proteção que são conferidos a estes no âmbito do FC.

3. A Proteção dos Investidores no Financiamento Colaborativo nas Modalidades Financeiras

Desde 2013 que os meios alternativos de financiamento são identificados pela Comissão Europeia como uma necessidade, tendo em que conta que os meios tradicionais disponibilizavam cada vez menos apoio financeiro para pequenas e médias empresas e start-ups⁶⁸. Com a prosperidade e desenvolvimento do FC, surgiu a exigência de confrontar os melhores meios para assegurar o tratamento uniforme deste mercado, para garantir o contínuo crescimento de este⁶⁹. MIGUEL RODRIGUES LEAL (2020) reforça a necessidade de impulsionar a confiança dos diversos *stakeholders* do mercado, sendo possível através de regras rígidas de “prevenção de fraude, de impedimento de situações de conflitos de interesse e de mitigação do risco operacional destas plataformas”⁷⁰. Ainda, revela que a falta de uniformidade nas medidas legislativas nacionais iria dar origem a barreiras à expansão do FC transfronteiriço, sendo revelada a necessidade de intervenção legislativa ao nível da UE.

⁶⁷ Bezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*.

⁶⁸ Miguel Rodrigues Leal, «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 55 (2020): 95–113.

⁶⁹ Bezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*.

⁷⁰ Leal, «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)».

3.1. O Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo em Portugal

O RJFC foi aprovado pela Lei nº 102/2015, de 24 de agosto. A entrada em vigor do mesmo relativamente às modalidades de capital e por empréstimo ficou dependente da entrada em vigor das normas regulamentares nele previstas, presentes no regulamento da CMVM nº 1/2016 que “aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo”⁷¹. Por sua vez, a entrada em vigor do Regulamento CMVM estaria dependente da entrada em vigor do “regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento das atividades de FC de capital ou por empréstimo e através de donativo ou com recompensa”⁷², aprovado pela Lei nº 3/2018, de 9 fevereiro. Assim, observamos que o aglomerado de normas para o FC para as modalidades financeiras, a nível nacional, entrou apenas em vigor a 10 de fevereiro de 2018.

As normas estabelecidas potenciam um sistema legal rigoroso, capaz de cumprir a sua função de regulamentar o FC, focando-se nas modalidades financeiras, reguladas pela CMVM⁷³. Com a entrada em vigor do DL nº66/2023, de 8 de agosto, foram materializadas alterações ao RJFC, com a intenção de assegurar a harmonização do direito nacional com o Regulamento (UE).

No art. 2º do RJFC é apresentado o conceito de FC, norma relevante para estabelecer os contornos da atividade de FC regulada e supervisionada pela CMVM. Segundo a doutrina, a norma enferma de algumas obscuridades. Em primeiro lugar, MARGARIDA PACHECO DE AMORIM e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2021) apontam que o conceito emprega um número significativo de conceitos indeterminados, pelo facto do legislador português querer englobar as quatro modalidades de FC. Em segundo lugar, revelam que, pelo uso das expressões um “tipo de financiamento” e “parcelas de investimento”, é assumido que este é realizado em dinheiro, não abrangendo as modalidades sociais de FC por estas não terem uma expectativa de retorno. Ao estabelecer que o que está em causa corresponde ao financiamento de “entidades, ou das suas atividades e projetos”, o legislador volta a procurar incluir as quatro modalidades.

⁷¹ Cfr. Regulamento da CMVM nº 1/2016 – Financiamento Colaborativo de Capital ou por Empréstimo.

⁷² Cfr. Art. 1º da Lei nº 3/2018, de 9 de fevereiro e Art. 21º do Regulamento da CMVM nº1/2016.

⁷³ Margarida Pacheco de Amorim e João Vieira dos Santos, «O regime nacional de crowdfunding: que crowdfunding?», em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.ª ed. (Almedina, 2021), 623–38.

O requisito crucial para o FC é o decorrer através de meios eletrónicos, a partir das quais procedem à “angariação de contributos ou de parcelas de investimento”⁷⁴. Pelo art. 2º do RJFC, as plataformas eletrónicas são o elemento distintivo deste modelo de financiamento.

O art. 3º do RJFC apresenta as quatro modalidades de FC, podendo estas ser por donativo, recompensa, de capital ou por empréstimo. MARGARIDA PACHECO DE AMORIM e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2021) consideram que esta não é uma norma exhaustiva quanto as modalidades de FC que podem existir. Com o surgimento do DL nº 66/2023, as alíneas c) e d) deste art. foram revogadas, ocasionando a exclusão da definição das modalidades de capital e por empréstimo. A alínea e) manifesta a remissão das definições das modalidades de FC de capital e de empréstimo para as normas do Regulamento (UE). Os autores MARGARIDA PACHECO DE AMORIM e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2021) revelam a necessidade de compatibilizar o RJFC com os regimes do tipo contratual subjacente pelo facto de este não ser um regime especial que derogue outros regimes.

As normas aplicadas às modalidades financeiras de FC, são apresentadas no capítulo III-A do RJFC⁷⁵. É definido no art. 15º-A que a prestação de serviços de FC nas modalidades financeiras está dependente do cumprimento dos requisitos estabelecidos no Regulamento (UE). As plataformas de FC são facilitadoras da relação tripartida (beneficiário, plataformas e investidores), dispendo de um espaço eletrónico onde o potencial investidor e beneficiário se encontram. Estas apresentam deveres de *due diligence*⁷⁶ em relação às ofertas apresentadas pelos beneficiários nas suas plataformas ou em relação aos beneficiários. Pelo art. 16º do RJFC temos os dois deveres das entidades gestoras das plataformas eletrónicas, sendo a prevenção de situações de fraude e o cumprimento dos “demais deveres de informação, organização e conduta”⁷⁷, ambos regulados nos arts. 13º, 14º, 16º, 17º e 18º do Regulamento CMVM.

⁷⁴ Cfr. Art. 2º do RJFC.

⁷⁵ Aditado pelo DL nº 66/2023.

⁷⁶ O termo *due diligence* refere-se ao cuidado que uma pessoa razoável exerce para evitar danos a outras pessoas ou aos seus bens.

⁷⁷ Cfr. Art. 16º, al. b) do RJFC.

Com o surgimento do Regulamento (UE), vê o RJFC uma sobreposição relativamente às normas aplicáveis ao FC na modalidade de investimento e de empréstimo, efeito das regras gerais sobre a cessão da vigência da lei com o princípio do primado do direito da UE⁷⁸. A partir da entrada em vigor do Regulamento (UE), foi permitido à UE normatizar a atividades das plataformas de FC no sentido de autorizar a prestação dos seus serviços sob um único regime entre fronteiras dos seus países aderentes⁷⁹.

3.2. O Regulamento Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo

A relação jurídica estabelecida entre beneficiários e investidores pressupõe a entrega de fundos por parte de investidores para os beneficiários, através da intermediação das plataformas de FC em troca de determinadas condições, sendo alvo de excessivas consequências regulatórias, típicas de instituições financeiras⁸⁰.

A proposta da Comissão para um Regime de FC, deu origem à aprovação do Regulamento (UE). O Regime Europeu dos Serviços de FC está legislado pelo Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, aplicável aos serviços de FC prestados por pessoas coletivas autorizados como prestadores de serviços de FC em todos os Estados-Membros da UE. Este regulamento trouxe alterações relevantes ao regime aplicável a esta atividade em Portugal. O objeto deste regulamento é estabelecer “requisitos uniformes relativos à prestação de serviços de FC”⁸¹, sendo estes o serviço que permite, através de plataformas de FC, “fazer corresponder os interesses dos investidores e dos beneficiários”⁸². MIGUEL RODRIGUES LEAL (2020) reforça que, pela leitura do objeto do Regulamento (UE), este apenas regula as modalidades financeiras do FC, pela sua ligação com o mercado regulado das atividades financeiras tradicionais e pelos riscos associados a estas atividades, sendo o seu principal fim o fortalecimento do mercado quanto à fonte de financiamento das

⁷⁸ Leal, «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)».

⁷⁹ Marcela Bodin de Saint-Ange Comnène Mesiano, «Financiamento Coletivo - Crowdfunding» (Dissertação de Mestrado em Direito, Lisboa, Universidade Autónoma de Lisboa, 2021).

⁸⁰ João Vieira dos Santos, «Regime jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)», *Revista de Direito das Sociedades IX*, n.º 3 (2017): 643–76.

⁸¹ Cfr. Art. 1º do Regulamento (UE).

⁸² Cfr. Art. 2º, nº1, al. a) do Regulamento (UE).

pequenas e médias empresas. Assim, entendemos que as modalidades não financeiras de FC continuarão a ser legisladas pelas diversas leis nacionais.

No n.º 2 do art. 1.º do Regulamento (UE), é limitada a sua aplicação, não sendo aplicado a ofertas de FC superiores a 5.000 euros, no prazo de 12 meses, evitando assim oportunidades de arbitragem regulatória e diferenciando o FC das atividades tradicionais de intermediação financeira⁸³.

Temos que os serviços de FC “apenas são prestados por pessoas coletivas que estejam estabelecidas na União e que tenham sido autorizadas como prestadores de serviços de FC nos termos do art. 12.º”⁸⁴. Os interessados devem apresentar um pedido de autorização à autoridade competente do Estado-Membro em que está estabelecida⁸⁵ com todos os elementos obrigatórios mencionados no n.º 2 do art. 12.º. A CMVM é a autoridade responsável por desempenhar as funções de supervisão e exercer as demais competências previstas no Regulamento (UE), assim como pela regulação e supervisão das atividades de FC nas modalidades de capital e empréstimo e pela fiscalização, averiguação, instrução e aplicação de medidas sancionatórias respeitantes ao FC, no que concerne os prestadores de serviços de FC estabelecidos em Portugal.

3.3. Medidas de Proteção dos Investidores no Financiamento Colaborativo

O legislador deve prever mecanismos de proteção dos investidores no FC, quer pela diversidade de riscos quer pela presença de investidores com iliteracia financeira. Segundo JOAN MACLEOD HEMINWAY (2016), sem grande espanto, as normas que regulam o FC seguem o padrão de regulamento dos valores mobiliários em geral, mencionando a divulgação obrigatória, responsabilidade por fraude, declarações falsas ou omissões e normas substantivas dirigidas à proteção dos investidores.

Isto posto, abordamos os mecanismos de proteção dos investidores no FC na legislação portuguesa e europeia.

⁸³ No caso de as ofertas excederem os limites aplicados no Regulamento, devem estas estar sujeitas às legislações nacionais que transpõem o DMIF II.

⁸⁴ Cfr. Art. 3.º, n.º1 do Regulamento (UE).

⁸⁵ Cfr. Art. 12.º, n.º1 do Regulamento (UE).

3.3.1. Deveres de informação

A assimetria da informação é combatida pelo RJFC e demais instrumentos através da obrigação da prestação de informação aos investidores. Como já apreciamos anteriormente, a assimetria de informação resulta da existência de investidores com pouca informação, que agem por impulso e, ainda, pela limitação de informação disponibilizada nas plataformas de FC sobre o beneficiário em causa, pela falta de transparência na informação e fluxo de informação direto entre beneficiário e investidor. Como ficará demonstrado, os demais legisladores, ao impor o dever de prestação de informação, vão restringir o risco de assimetria de informação.

Desta forma, encontramos na maior parte das legislações normas que obrigam as plataformas de FC e os beneficiários dos financiamentos/investimentos a prestarem todas as informações necessárias para que os investidores tomem uma decisão ponderada e informada⁸⁶.

Uma vez que as plataformas de FC apenas assumem um papel de mediação passiva⁸⁷, pondo beneficiários e investidores em contacto num espaço único, os deveres de informação recaem sobre os beneficiários do FC. No entanto, cabe às plataformas garantir que a informação relativa aos produtos nelas colocados está disponível para acesso dos possíveis investidores⁸⁸. Com as alterações introduzidas ao art. 17º do RJFC, o legislador nacional considerou como potencialmente responsáveis pelos danos causados tanto os gestores das plataformas de FC como os beneficiários⁸⁹.

A imposição às plataformas do dever de partilharem toda e qualquer informação primordial é complementada com o n.º 2 do art. 7º do RJFC que obriga os beneficiários a comunicar e a manter toda a informação atualizada junto das plataformas com as quais estabelecem uma relação contratual, nomeadamente, informação relativa à sua “identificação, natureza jurídica, contactos, sede ou domicílio”⁹⁰.

⁸⁶ Ana Sá Couto e Frederico Romano Colaço, «O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39 (2015): 130–35.

⁸⁷ Costa, «A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou “Crowdfunding” - Em Especial, o Caso Português».

⁸⁸ Cfr. Art. 5º do RJFC.

⁸⁹ Cfr. Art. 17º, n.º 5 do RJFC.

⁹⁰ Cfr. Art. 7º/2 RJFC.

Para cada oferta, o legislador português estabelece a imposição de os beneficiários comunicarem às plataformas, com o propósito de estas transmitirem aos investidores, todas as informações relevantes, particularmente, “a descrição da atividade ou produto a financiar, e os fins do financiamento a angariar, o montante e o prazo para a angariação e o preço dos valores de cada unidade a subscrever ou a forma de determinação desse preço”⁹¹.

Além do mais, no art. 14º do RJFC, é reforçado que toda a informação prestada deve ser “completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita”, com a finalidade de permitir que os investidores tomem decisões informadas. Mais ainda, os beneficiários são obrigados a facultar às plataformas de FC, para efeitos de informação aos investidores e à CMVM, toda e qualquer informação relevante acerca de si próprios, por exemplo, sobre o cumprimento das respetivas obrigações fiscais e contributivas e sobre a respetiva estrutura de capital, bem como toda a informação relevante sobre os projetos a financiar, incluindo os riscos a eles associados⁹².

É desta forma evidente que o legislador português regulou sobre os deveres de informação, sempre visando a proteção dos investidores.

Com o propósito de garantir que toda a informação relevante é partilhada com os potenciais investidores, a CMVM estabelece a disposição de apresentação do IFIFC⁹³. O objetivo deste documento é proporcionar aos investidores o conhecimento de toda a informação vital relativa às ofertas⁹⁴. À medida que os investidores se tornam mais informados, menor será a assimetria de informação⁹⁵.

No caso de as plataformas e de os beneficiários não cumprirem os deveres de prestação de informação incorrem numa contraordenação grave, sendo esta punível com

⁹¹ Cfr. Art. 14º do RJFC.

⁹² Cfr. Art. 17º do RJFC e art. 16º do Regulamento da CMVM.

⁹³ Cfr. Art. 16º do Regulamento da CMVM. Todas as informações que devem ser incluídas no IFIFC estão elencadas no nº 2 do art. 16º do Regulamento da CMVM, devendo, pelos nºs seguintes, este documento, apresentar informação clara para todos os investidores e ser redigido em língua portuguesa de modo sucinto e mediante o uso de linguagem não técnica para melhor compreensão deste por parte de investidores não sofisticados.

⁹⁴ Luís Roquette Galdes e João Lima da Silva, «Equity & Loan Crowdfunding rules: CMVM Regulation nº 1/2016», 2016.

⁹⁵ Freedman e Jin, «Learning by Doing with Asymmetric Information: Evidence from Prosper.com».

coima entre 2.500 € e 500.000 €⁹⁶. Adicionalmente, podem ainda ser aplicadas as sanções acessórias enumeradas no n.º 1 do art. 5.º da Lei n.º 3/2018⁹⁷.

Em concordância com o já estabelecido no RJFC e no Regulamento CMVM, é estabelecido no Regulamento (UE), no seu art. 19.º, a obrigação de prestar informação aos clientes. É salientada, no n.º 1 deste art., a exigência de toda a informação prestada pelos prestadores de serviços de FC ser correta e clara, não podendo induzir os clientes em erro. No n.º 2 do mesmo art., é possível constatar que é da responsabilidade dos prestadores de serviços alertarem os seus clientes para a ausência de qualquer cobertura pelo sistema de garantia de depósitos⁹⁸ nos serviços por eles prestados e que os valores mobiliários ou instrumentos adquiridos através das suas plataformas não estão cobertos pelo sistema de indemnização de investidores⁹⁹.

Além do mais, é devida a apresentação, de forma clara e em lugar de destaque, da informação relativa ao período de reflexão¹⁰⁰, que iremos abordar *infra*, assim como o método de cálculo utilizado nas classificações de risco ou os preços atribuídos a determinados projetos ou ofertas de financiamento, no caso de estas serem aplicáveis¹⁰¹.

No caso de os prestadores de serviços de FC facilitarem a concessão de empréstimos, estes devem publicar nas suas plataformas as taxas de incumprimento dos projetos de financiamento, pelo menos, dos últimos 36 meses¹⁰², assim como publicar uma declaração de resultados no prazo de quatro meses¹⁰³.

⁹⁶ Cfr. Art. 4.º, n.º 2, als. a) e b) da Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro que define o regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento das atividades de financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo. Adicionalmente, podem ser aplicadas as coimas acessórias do art. seguinte desta mesma legislação.

⁹⁷ De acordo com a norma do art. 5.º do regime sancionatório aplicável às atividades de financiamento colaborativo, podem os infratores ficar sujeitos à apreensão e perda do objeto da infração, à interdição temporária do exercício pelo infrator da profissão ou da atividade a que a contraordenação respeita, à inibição do exercício do exercício de funções de administração, gestão, direção, chefia ou fiscalização e de representação de entidades sujeitas à supervisão da CMVM, à publicação pela CMVM, a expensas do infrator e em locais idóneos para o cumprimento de finalidades de prevenção geral do sistema jurídico e da proteção dos mercados de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros e ainda, o cancelamento do registo necessário para o exercício de atividades de financiamento colaborativo.

⁹⁸ Conforme a Diretiva 2014/49/EU.

⁹⁹ Conforme a Diretiva 97/9/CE.

¹⁰⁰ Cfr. Art. 19.º/3 Regulamento (UE) 2020/1503.

¹⁰¹ Cfr. Art. 19.º/6 Regulamento (UE) 2020/1503.

¹⁰² Cfr. Art. 20.º/1, al. a) Regulamento (EU) 2020/1503.

¹⁰³ Cfr. Art. 20.º/1, al. b) Regulamento (EU) 2020/1503. A declaração de resultados deve incluir a taxa de incumprimento prevista e efetiva de todos os empréstimos, um resumo dos pressupostos utilizados na

Em coerência com a norma do art. 17º do RJFC, é estabelecida no Regulamento (UE) a obrigação de dispor de uma ficha de informação fundamental sobre o investimento, elaborada pelo promotor do projeto para cada oferta de FC¹⁰⁴, na qual constam todas as informações enunciadas no anexo I do Regulamento, e também as devidas advertências de risco.

No que concerne aos prestadores de serviços de FC que fornecem serviços de gestão individual de carteiras de empréstimos, estes devem, de igual forma, prestar todas as informações fundamentais sobre o investimento ao nível da plataforma, nos termos do art. 24º do Regulamento (UE).

Por meio dos deveres de informação, os legisladores Português e Europeu procuraram assegurar que toda a informação relevante é fornecida aos investidores.

Do nosso ponto de vista, o RJFC foi devidamente completado pelas normas de apresentação da IFIFC e da ficha de informação fundamental sobre o investimento, onde consideramos figurarem todas as informações necessárias para a devida proteção dos investidores. A obrigação de prestar informação relativa às condições de seleção dos projetos e dos promotores dos projetos constitui um mecanismo interessante de promoção da segurança dos investidores. No caso de os investidores tomarem a decisão de investir e não receberem o retorno esperado, a responsabilidade recairá sobre eles, uma vez que estavam devidamente informados sobre todos os elementos que permitiam uma escolha acertada. Assim, reconhecemos que os legisladores Português e Europeu regulamentaram de forma adequada a obrigação de prestação de informação, protegendo os investidores do risco de assimetria de informação acima apresentado.

Todavia, consideramos que o regime sancionatório previsto na legislação nacional é muito brando nas coimas aplicadas. Julgamos que, no caso de incumprimento, nomeadamente provando-se que as entidades e respetivos colaboradores permitiram a divulgação de informação que não era verdadeira, completa, atual, clara, objetiva e lícita, portanto no caso de terem agido de má-fé, deveriam ficar proibidos de aceder a qualquer plataforma de FC. Apesar de o dano já ter sido

determinação das taxas de incumprimento e no caso de ter sido determinada uma taxa-alvo para a gestão de carteiras de empréstimos, o retorno efetivo alcançado através dessa gestão.

¹⁰⁴ Cfr. Art. 23º/1 e 2 Regulamento (UE) 2020/1503.

consumado, a proibição de acesso permitiria prevenir para o futuro danos causados por estes mesmo participantes.

Em França, a plataforma de FC não tem apenas o papel de mediador, conforme acontece em Portugal, e, para garantir o conhecimento efetivo do investimento e do respetivo risco por parte do investidor, as plataformas CIP e PSI são obrigadas a criar um sítio Internet de acesso gradual constituído por diferentes etapas antes da subscrição oficial de um investidor: em primeiro lugar, para garantir que os investidores compreendem a natureza do seu investimento e os riscos, é exigido que só após estes terem lido e aceitado os avisos através dos quais o público é alertado para os riscos, poderão aceder aos detalhes da oferta do projeto; em segundo lugar, a plataforma deve verificar se a oferta de valores mobiliários em causa corresponde aos conhecimentos e à experiência de investimento, à situação financeira e aos objetivos de investimento, bem como à situação familiar e patrimonial dos investidores, antes de estes subscreverem um determinado projeto; por último, os investidores podem iniciar o investimento lendo as informações fornecidas pela plataforma sobre cada projeto¹⁰⁵. Os IFP devem ainda respeitar determinadas regras de conduta, nomeadamente, a publicação no seu sítio internet das informações sobre as condições de seleção dos projetos e dos promotores de projetos, assim como das características dos empréstimos (taxa de juro aplicável, montante total do empréstimo, prazo de empréstimo, condições de reembolso)¹⁰⁶. O estatuto de CIP, em França, pode ser visto como um mecanismo de governação que protege os investidores¹⁰⁷. Este estatuto permite-lhe ostentar o título de “plataforma de crowdfunding regulada pelas autoridades Francesas”. Em conformidade com o Regulamento Geral da AMF, a plataforma deve alertar os investidores no seu sítio internet para os riscos associados a este tipo de investimento, como por exemplo, perda de capital e iliquidez. O estatuto de CIP é acompanhado da obrigação de subscrever um seguro de responsabilidade civil profissional para cobrir os riscos associados à atividade

¹⁰⁵ Cfr. Artº L. 547-9, nº6 da *Ordonnance n°2014-559 du 20 mai 2014*.

¹⁰⁶ Cfr. Art. L. 548-6 da *Ordonnance n°2014-559 du 20 mai 2014*.

¹⁰⁷ Carine Girard e Catherine Deffains-Crapsky, «Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding: Le cas de la France», *Finance Contrôle Stratégie*, n.º 19–3 (2016).

das plataformas, nomeadamente, falta de informação e negligência na seleção dos projetos¹⁰⁸.

Em Espanha, é igualmente salientada a obrigação de o projeto dispor de um mínimo de informação que permita ao investidor formar uma opinião sobre o mesmo¹⁰⁹. Embora seja imposto às plataformas um dever de diligência para garantir que os projetos e os promotores cumprem as disposições da lei, o legislador determina que a responsabilidade pela informação sobre os projetos cabe, em última análise, aos beneficiários¹¹⁰. Os investidores, que suportarão as perdas do seu investimento, devem ser extremamente diligentes na seleção dos projetos aos quais concedem fundos. A *Ley 5/2015*, de 27 de abril estabelece a obrigação de a plataforma comunicar aos investidores não sofisticados, através do seu sítio internet, que quer a CNMV quer o Banco de Espanha não são competentes ou responsáveis pela autorização e supervisão do conteúdo informativo dos projetos de FC. Por conseguinte, a plataforma deve assegurar que esta informação de aviso foi recebida e objeto de aceitação pelos investidores antes de qualquer transação ser realizada. Assim, a CNMV fica isenta de qualquer tipo de responsabilidade relativamente à informação que possa ser publicada sobre os projetos de FC, bem como sobre o prospeto no caso de investimento em FC. Para além disso, e em linha com o que acontece em Portugal, a plataforma deve informar claramente o investidor da existência de um risco muito elevado de perda parcial ou total do capital investido, sendo exigido que os investidores não sofisticados declarem inequivocamente que têm conhecimento destes riscos da operação.

No Reino Unido, os prestadores de serviços de FC apenas eram obrigados a fornecer informações exatas e suficientes, sem qualquer tipo específico de documento ou de informação. No entanto, a FCA, tendo registado incompletude na informação fornecida, estabeleceu a informação considerada necessária para a tomada de decisão

¹⁰⁸ Johan Bouglet, Ghislaine Garmilis, e Olivier Joffre, «La protection des investisseurs en Crowdfunding: typologie des plateformes d'Equity Crowdfunding par les mécanismes de gouvernance», *Revue de l'Entrepreneuriat*, n.º 1/2021 (2021).

¹⁰⁹ Cfr. Nº 1 do *Artículo 51* da *Ley 5/2015*, na sua última redação conferida pela *Ley 18/2022*.

¹¹⁰ Cfr. Nº 2 do *Artículo 51* da *Ley 5/2015*.

consciente por parte dos investidores: os relatórios de desempenho esperado, os custos e encargos, as salvaguardas do dinheiro do cliente, os riscos e algumas advertências¹¹¹.

Observamos, assim, que é um denominador comum nas legislações apresentadas a obrigação de as plataformas verificarem se os investidores têm conhecimento das condições e risco das ofertas apresentadas. Mais ainda, os beneficiários de FC são obrigados a publicar todos os dados com exatidão e veracidade, bem como todas as informações sobre os termos e condições da oferta e informações de natureza económica da empresa em causa, com o objetivo dos investidores poderem tomar decisões fundamentadas. Não encontramos grandes diferenças entre os diversos regimes, com a exceção da introdução de um interveniente com atribuições de aconselhamento dos investidores, o CIP, no regime Francês, sendo este título considerado uma medida de proteção para os investidores na medida em que revela a sua credibilidade para o legislador Francês. Este interveniente que poderá, por um lado, ajudar na tomada de decisão dos investidores não sofisticados, não está isento de poder gerar conflitos de interesses com os mesmos. Em Portugal, apesar das plataformas de FC desempenharem apenas o papel de intermediárias, a acreditação de estas é realizada através da sua aprovação pela CMVM, sendo publicitadas no sítio Internet da mesma, de fácil acesso para os interessados.

VASCO COSTA (2018) considerou que não se deveria descartar a possibilidade de as plataformas de FC nas modalidades financeiras serem responsáveis perante os financiadores e investidores em caso de incumprimento dos deveres de informação. Com as alterações introduzidas pelo DL nº 66/2023, vemos que o legislador português impôs a responsabilidade pelo cumprimento dos deveres de informação aos demais intervenientes, nomeadamente, plataformas de FC, conforme sugerido por este autor. Ainda, temos que os prestadores de serviços de FC ficam sujeitos ao pagamento de indemnizações pelos danos causados a qualquer interveniente, no caso de violação dos deveres legais¹¹².

¹¹¹ Eugenia Macchiavello, «Investment-based crowdfunding platforms and their regulation», em *Research Handbook on Comparative Financial Regulation*, Elgar, 2023.

¹¹² Cfr. Art. 15º-A do RJFC.

Em conformidade com os deveres de informação, as plataformas de FC são compelidas a dotar-se de políticas escritas em matéria de fraude e branqueamento de capitais e de financiamento ao terrorismo e o tratamento de reclamações de investidores e de beneficiários ¹¹³, para evitar os riscos de fraude e branqueamento supra mencionados. Como já foi notado, o risco de fraude intensifica-se pela prestação de informações falsas ou enganosas e a possível ocultação de factos relevantes sobre as demais partes envolvidas no FC, pelo furto de identidade ou de criação de perfis falsos de beneficiários ou sociedades emitentes de valores. O risco de branqueamento de capitais advém de o objeto de FC servir para finalidade ilícitas. A conjugação do dever de prestação de informação com a dotação de políticas escritas em matéria de fraude e branqueamento, atenua este tipo de risco. FERNANDO BELEZAS (2019) considera que o presente risco é mitigado pela mediatização dos projetos e, conseqüentemente, por a rápida divulgação de eventuais situações de fraude funcionar como forma de autorregulação.

A legislação vigente obriga as plataformas de FC a adotarem medidas de prevenção da fraude e do branqueamento de capitais, mas, não sendo estas explícitas, cada plataforma pode gerir conforme lhe convém. Em que medida será suficiente esta norma estabelecida no art. 10º do Regulamento CMVM? Não deveria o legislador fixar normas explícitas de prevenção da fraude? O facto de as plataformas de FC operarem *online* permite, efetivamente, uma maior difusão de mensagens de prevenção e alerta para os seus consumidores, porém, consideramos que poderá não ser suficiente.

O legislador poderia ter feito menção ao art. 144º/1, da Lei nº 83/2017, onde estão explicitadas todas as informações que devem ser asseguradas pelas plataformas. Mais concretamente, temos no nº 4 deste art. a medida a ser tomada em caso de suspeita de branqueamento de capitais, que consideramos relevante ser transposta para o RJFC, uma vez que a mesma norma está diretamente relacionada com os deveres de informação acima apresentados.

¹¹³ Cfr. Art. 10º, nº 1, als. c) e d) do Regulamento da CMVM nº1/2016, de 25 de maio.

3.3.2. Dever de avaliação do perfil dos investidores

Pela eventualidade de vários tipos de investidores participarem no FC, o legislador Europeu determinou a proteção dos investidores não sofisticados. Os prestadores de serviços de FC devem proceder à avaliação da sofisticação dos investidores, tendo pleno acesso às plataformas apenas após avaliação da adequação dos serviços de FC a estes¹¹⁴. Apesar de esta medida não servir diretamente como medida de proteção, é geradora do acesso a outros mecanismos de proteção específicos para este grupo de investidores, particularmente, os limites ao investimento, *infra* explicados.

O legislador prevê que os prestadores de serviços de FC recolham informações junto dos potenciais investidores, tais como a sua experiência, objetivos de investimento, a sua situação financeira e informação relativa à sua perceção de risco¹¹⁵. Estas informações viabilizam a categorização dos investidores entre investidor sofisticado e investidor não sofisticado¹¹⁶. A avaliação dos investidores não sofisticados deve ser revista com periodicidade bianual e a reponderação da capacidade de suportar perdas deve ser realizada anualmente¹¹⁷.

Apesar da existência do mecanismo de avaliação da sofisticação dos investidores, e mesmo que o prestador de serviços de FC considere que determinado investidor não tem conhecimento ou experiência suficientes para a realização de certos investimentos, esta qualificação não corresponde a uma barreira para investidores não sofisticados¹¹⁸. Ao serem classificados como investidor não sofisticado, os investidores ficam conscientes de que os serviços fornecidos pelas plataformas poderão não ser adequados.

Em harmonia com a não proibição de prosseguir com os investimentos, está a cargo do prestador acautelar o investidor para os possíveis riscos, nomeadamente a possibilidade de perda total do seu investimento. Esta advertência deve ser recebida, lida e compreendida pelos investidores não sofisticados, tendo estes de declarar explicitamente que tomaram conhecimento dos riscos e que os entenderam. A necessidade de os investidores não sofisticados assegurarem que receberam e

¹¹⁴ Leal, «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)».

¹¹⁵ Cfr. Art. 21º do Regulamento (UE) 2020/1503.

¹¹⁶ Cfr. Classificação supra mencionada.

¹¹⁷ A revisão anual da capacidade de perdas é realizada com base numa simulação de perdas calculadas em 10% do património líquido do investidor.

¹¹⁸ Cfr. Art. 21º, nº4 do Regulamento (UE) 2020/1503.

assimilaram a advertência de risco é igualmente aplicável quando a oferta de FC for de valor superior a 1.000 euros ou a 5% do património líquido do investidor.

A faculdade dada aos investidores de prosseguirem com determinados investimentos pode ser prejudicial para estes¹¹⁹. Desta forma, DMITRY CHERVYAKOV e JÖRG ROCHOLL (2019) propõem que seja incluída uma norma, para os investidores que queiram investir acima de um certo limiar, que os faça passar por um “teste de investidor certificado”, semelhante ao conceito de “investidor acreditado” aplicado no regulamento de FC dos Estados-Unidos e de Espanha, atestando assim os conhecimentos e a capacidade necessária do investidor para participar no mercado do FC com valores monetários superiores.

Neste contexto, subscrevemos a proposta destes autores, de criação de um teste de adequação para investimentos significativos, uma vez que a perda de quantias elevadas pode ser crucial na vida destes investidores, não obstante, não para os limites estabelecidos pelo legislador Europeu. A declaração de compreensão de riscos permite às plataformas descartarem-se de responsabilidades, mas não protege os investidores, uma vez que não os impede de prosseguirem com o investimento. Assim, do nosso ponto de vista, a norma deveria deixar cair o valor de 1.000 euros e apresentar apenas o percentual de património líquido do investidor, obrigando os investidores não sofisticados a realizar o teste de adequação. Desta forma, por um lado, nenhum investidor fica inibido de participar, uma vez que, ao passarem no teste, poderão prosseguir e, por outro, o mercado não é prejudicado por imposições de não investimento.

Entendemos que a restrição de acesso à plataforma apenas após avaliação da sofisticação dos investidores não constitui uma medida minimizadora dos riscos acima apresentados, mas pressiona o legislador no sentido de tornar evidente a necessidade de prever soluções para os investidores menos sofisticados, considerados como estando em desvantagem comparativamente ao outro grupo de investidores presente no FC.

No entanto, não entendemos porque é que, segundo a norma do Regulamento (UE), apenas os investidores não sofisticados, devem ser advertidos da perda total do

¹¹⁹ Dmitry Chervyakov e Jörg Rocholl, «How to make crowdfunding work in Europe», *Bruegel Policy Contribution*, n.º 6 (2019).

seu investimento, uma vez que todos estão sujeitos a este risco, quer sejam ou não investidores sofisticados. Não seria mais adequado apresentar a todos os investidores esta advertência? Por um lado, não estaríamos a criar uma segregação tão grande entre investidores sofisticados e não sofisticados e, por outro lado, ilibamos as plataformas de responsabilidade no caso de um investimento realizado por um investidor sofisticado não seguir o rumo esperado.

Em França, as plataformas devem igualmente fornecer aos investidores um instrumento que lhes permita avaliar a sua capacidade de financiamento com base nos seus recursos declarados, nas despesas anuais e nas poupanças disponíveis¹²⁰. Ao contrário do que acontece em Portugal, trata-se de um simples instrumento de autoavaliação. Em França, os IFP não são obrigados a analisar os resultados, ao contrário do que acontece nas plataformas com estatuto de CIP, que são obrigadas a efetuar um verdadeiro "teste de adequação"¹²¹, conforme previsto em Portugal e no Regulamento Europeu. Nas plataformas com estatuto de CIP, antes de subscreverem uma oferta, os investidores terão de passar o teste de adequação que permita à plataforma garantir que o investimento é adequado à situação financeira, experiência, conhecimentos e objetivos do subscritor. O respeito por estas regras permite às autoridades de controlo considerarem que a plataforma presta um serviço de consultoria para investimento. Acreditamos que o recurso ao teste de adequação poderá ser uma medida relevante de proteção dos investidores, desde que conjugado com a análise da adequação dos investidores por parte das plataformas de FC. Não faz sentido existir uma análise dos resultados do teste de adequação apenas no caso de se tratar de CIP, uma vez que acreditamos ser importante, para a proteção dos investidores, existir uma entidade que averigue a sua adequação para determinados investimentos e que os alerte para os demais riscos que daí possam advir.

De igual forma, em Espanha, a Ley 5/2015, de 27 de abril também faz a diferenciação entre os chamados investidores acreditados¹²², que têm mais

¹²⁰ Cfr. Art. L. 547-9., n.º 6 da *Ordonnance n.º 2014-559 du 20 mai 2014*.

¹²¹ Olivier Fliche et al., «La régulation des plate-formes de financement participatif (crowdfunding) en France», *Annales des Mines - Réalités industrielles*, n.º 2016/1 (2016): 57–60.

¹²² Pelas als. a), b) e d) do n.º 3 do art. 78.º-A da Lei do Mercado de Valores Mobiliários Espanhola, os investidores acreditados correspondem às pessoas singulares e coletivas, incluindo instituições de crédito, empresas de serviços de investimento, instituições de investimento coletivo, fundos de pensões,

conhecimentos e capacidade para suportar perdas, e os investidores não acreditados, sendo, então, o elemento diferenciador a acreditação que detêm em função das operações que realizam. Esta segmentação permite aos investidores “mais profissionais” a não sujeição ao regime de advertências prévias ao investimento, nem aos limites quantitativos ao investimento, como acontece em Portugal, o que favorece o fomento das plataformas de financiamento participativo¹²³.

De modo igual, no Reino Unido, a FCA, com o objetivo de proteger os investidores, interveio com legislação, em 2014, que impõe um elemento de restrição de acesso às plataformas de FC. Os investidores que pretendam registrar-se num serviço de FC regulado pela FCA estão sujeitos a classificação em função dos seus rendimentos. Assim, são estabelecidos quatro tipos de certificados¹²⁴, com os quais a FCA credenciará os investidores de acordo com a sua aptidão para efetuar este tipo de investimento, estabelecendo um limite para o mesmo. A classificação depende, principalmente, dos rendimentos auferidos por cada investidor no período de um ano. A categoria de investidor restrito certificado é suscetível de alguns abusos, uma vez que é baseada inteiramente na auto-certificação. É então exigido que as plataformas verifiquem se o cliente possui conhecimentos e experiência suficientes para compreender os riscos. Em particular, para o FC na modalidade de investimento, a avaliação deve ter em conta o tipo de serviço, a transação, os investimentos familiares, a natureza, o volume e a frequência dos investimentos do cliente, o nível de educação e a profissão. Para a modalidade de empréstimo, as plataformas devem garantir que o cliente tem conhecimentos suficientes para compreender a natureza da relação contratual com o beneficiário, a exposição ao risco de crédito, o capital em risco e a ausência de um regime de compensação ou de comparabilidade com os depósitos, as

organismos públicos ou institucionais como o Estado e os investidores institucionais que, pela sua experiência e investimentos, estejam aptos a realizar este tipo de operações.

¹²³ Judith Arnal Martínez e Antonio José Bravo Álvarez, «Un breve estudio de la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», 2015.

¹²⁴ Os quatro tipos de certificados que autorizam o investimento no modelo de equity crowdfunding são: Certificado "*High net worth investor*", certificado de "investidor sofisticado", auto-certificação de "investidor sofisticado", isentos de quaisquer limites de investimento e certificado de "investidor restrito". Este último certificado destina-se a um grupo não profissional, aplicando um limite de investimento de 10% do montante total dos seus rendimentos durante o período de um ano.

características do contrato/carteira, as medidas de diversificação do risco, o fundo contingente, o risco de iliquidez, o papel da plataforma e o risco da plataforma¹²⁵.

Em primeiro lugar, julgamos que a medida de proibição do acesso ao FC retira sentido ao conceito de Financiamento Colaborativo que, como já vimos supra, é um apelo ao público. Em segundo lugar, consideramos que basear a classificação dos investidores no seu rendimento é contraproducente uma vez que poderemos estar a lidar com investidores que apresentam o conhecimento suficiente para participar numa determinada oferta, mas que não auferem rendimentos suficientemente elevados, tendo em conta os limites estabelecidos pela FCA.

Na Alemanha, foi implementado um sistema para a proteção dos pequenos investidores, que, de acordo com GOETHNER et al. (2021) afasta os investidores sofisticados, bloqueando o processo de sinalização que estes fazem quando investem elevadas quantias em determinado projeto, e, desse modo, atraindo pequenos investidores. Não reconhecemos esta medida como um mecanismo de proteção uma vez que do nosso ponto de vista, a sinalização é um sistema benéfico para os investidores não sofisticados, porque lhes permite serem guiados pelas escolhas dos investidores sofisticados.

3.3.3. Limites ao investimento

Como em qualquer investimento, o investidor é exposto ao risco de insucesso dos projetos em que está a investir, assim como à perda dos montantes investidos. No caso do FC, o risco de insucesso poderá ser ainda superior, pelo facto de decorrer através de meios virtuais e as plataformas estarem abertas ao público, com toda a ideia de negócio publicada, conforme visto acima. Mais ainda, dado não existir qualquer sistema de garantias para os investidores, conforme JOÃO VIEIRA DOS SANTOS (2022), expõem-se estes à perda dos montantes investidos, potenciada pela assimetria de informação.

Com a finalidade de proteger os investidores não sofisticados deste risco, o legislador português impôs limites ao investimento para o FC nas modalidades de capital e de empréstimo. Assim, no Regulamento da CMVM, são fixados estes limites.

¹²⁵ Macchia vello, «Investment-based crowdfunding platforms and their regulation».

No art. 12º, temos que os investidores em FC que não são englobados pelas exceções do nº 2 do mesmo art., não podem ultrapassar o limite de investimento de 3.000 € por oferta e 10.000 € no total dos seus investimentos num período de 12 meses.

Estes limites permitem salvaguardar os investidores com menos experiência. Não obstante, DIOGO PEREIRA DUARTE (2017) considera a imposição de limites de investimento como uma medida discriminatória e contraproducente na medida em que impossibilita investidores com menos recursos de obter ganhos resultantes de uma aposta em bons investimentos¹²⁶.

Mesmo admitindo que a aplicação de limites conforme o perfil do investidor possa servir um propósito útil, o critério do rendimento como meio de diferenciar os tipos de investidor não é o mais adequado¹²⁷. EDWARD FLETCHER (1988) questiona se a riqueza de um investidor é suficiente para averiguar se este deve ser considerado como sofisticado ou não¹²⁸. HOWARD M. FRIEDMAN (2001) acredita que a melhor forma de avaliar a sofisticação de um investidor seria medir a sua aptidão de enfrentar o risco, isto é, a sua capacidade de perder dinheiro¹²⁹.

No nosso modo de ver, ao englobar limites ao investimento individual através do FC, o legislador evita situações de perdas drásticas para os investidores, confirmando esta medida como uma medida efetiva de proteção dos investidores.

A CMVM instituiu estes limites tendo em conta o respetivo rendimento anual, tendo em vista que, entre outros critérios, se aplicam igualmente a investidores com um rendimento anual inferior a 70.000 euros¹³⁰. Ainda assim, e de acordo com os autores acabados de citar, entendemos que os limites estabelecidos poderiam ser baseados em critérios diferentes dos apresentados no Regulamento da CMVM. Os limites poderiam, designadamente, ser determinados de forma percentual relativa aos rendimentos anuais

¹²⁶ Diogo Pereira Duarte, *Financiamento Colaborativo de capital (equity-crowdfunding)*, 2ª (Coimbra: Almedina, 2019), 299.

¹²⁷ Maria Clara Natividade Martins Pereira, «Da regulação do crowdfunding de capita» (Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Lisboa, Católica Faculty of Law - Escola de Lisboa / Católica Lisbon Business & Economics, 2016).

¹²⁸ C. Edward Fletcher, III, «Sophisticated Investors under the Federal Securities Law», *Duke University of Law* 1988, n.º 6 (1988): 1123.

¹²⁹ Howard M. Friedman, *Securities Regulation in Cyberspace*, 4ª (New York: Aspen, 2001). cit. por. C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, *DigitalCommons@University of Nebraska – Lincoln*, 2012

¹³⁰ Cfr. Art. 12º, nº 2, al. b) do Regulamento CMVM nº 1/2016.

dos investidores em causa, em vez de ser apresentado um limite fixo conforme acontece atualmente.

Se procurássemos ser mais minuciosos na proteção dos investidores, seria possível, ainda, solicitar aos investidores uma declaração de património líquido, quando estes manifestassem o seu interesse numa determinada oferta. Desta forma, caberia ao legislador estabelecer um percentual considerado o mais adequado. A questão é saber se não estaríamos nesse caso a invadir excessivamente a esfera pessoal dos investidores. E se estes estariam dispostos a expor de tal maneira a sua vida privada. Adicionalmente, é necessário perguntar em que medida poderia ser posto em causa o próprio mercado? Entendemos que os investidores não queiram um escrutínio ao seu património líquido, de forma a preservar a sua privacidade, excluindo esta hipótese das propostas de cálculo dos limites ao investimento nas plataformas de FC.

Mais ainda, seria possível o legislador não ser tão restrito nos limites apresentados. Uma vez que os investidores, para realizarem uma subscrição, devem apresentar o seu escalão de rendimentos, já é possível ter uma noção dos níveis de rendimento dos investidores em causa. Esta circunstância permite que o legislador, se assim entender, estabeleça diversos patamares de limites ao investimento, conforme os diversos escalões, para além dos previstos na norma do nº 1 do art. 12º do Regulamento CMVM. Consideramos, assim, que esta seria a solução mais adequada, uma vez que não implica um escrutínio da esfera pessoal dos investidores, nomeadamente o seu património líquido, e permite adequar os limites ao investimento aos diversos escalões de rendimentos possíveis de potenciais investidores.

Em França, os limites ao investimento, na modalidade de empréstimo, são mais restritos, não podendo o investimento, no caso de empréstimos sem juros, ser inferior a 5.000 euros por doze meses e por projeto, e, no caso de o investimento ser realizado em empréstimos com juros, não pode exceder 2.000 euros por ano e por projeto, cuja duração deve ser inferior a sete anos com juros razoáveis¹³¹.

¹³¹ bpifrance, «Le crowdfunding ou financement participatif: un outil de financement de la création d'entreprise», 2023, <https://bpifrance-creation.fr/encyclopedie/financements/financement-participatif/crowdfunding-ou-financement-participatif-outil>.

Os limites estabelecidos em Espanha, pela Ley 5/2015, de 27 de Abril, para os investidores não acreditados são exatamente os mesmos que os apresentados em Portugal e no Regulamento (UE), sendo que os investidores são obrigados a assinar o seu consentimento e o compromisso de não ultrapassar estes limites¹³².

Observamos, então, que os normativos analisados optam por limitar a capacidade de investimento, distinguindo dois grandes grupos de investidores, investidores profissionais ou acreditados e pequenos investidores, deparando-se este último grupo com os limites estabelecidos pelas legislações dos seus respetivos países.

3.3.4. Período de reflexão pré-contratual

Tendo em conta a subvalorização dos riscos de investimento por parte dos investidores não sofisticados e de forma a tutelar este tipo de investidores, está previsto um período de reflexão durante o qual um potencial investidor não sofisticado pode revogar uma oferta a investir ou uma manifestação de interesse numa determinada oferta de FC¹³³ *ad nutum* e sem qualquer penalização¹³⁴. Consideramos que esta medida tutela os investidores que tomaram a decisão de investir por impulso, com pouca informação sobre a oferta, ou seja, investidores com iliteracia financeira em que é evidente a assimetria de informação.

Este período de reflexão começa a contar-se, de acordo com o Regulamento (UE), no dia em que o investidor não sofisticado propõe o investimento ou manifesta a vontade de investir, tendo a duração de quatro dias¹³⁵. Durante este intervalo temporal, não é necessário que o investidor não sofisticado fundamente a sua decisão de revogação. É da responsabilidade da plataforma de FC esclarecer o investidor não sofisticado do período de reflexão, divulgando a duração do mesmo e explicando as modalidades de retirada da oferta de investimento ou da manifestação de interesses.

A viabilidade de um período de reflexão pré-contratual é apenas aplicada nas situações em que o investidor não sofisticado é automaticamente vinculado a um

¹³² Cfr. Art. 82º, nº2, al. b) da Ley nº5/2015, de 27 de abril.

¹³³ Lee, «Investor Protection on Crowdfunding Platforms.»

¹³⁴ Leal, «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)».

¹³⁵ Cfr. Art. 22º Regulamento (UE) 2020/1503.

contrato, após aceitação de uma oferta de FC, durante um período temporal adequado¹³⁶.

JOSEPH LEE (2021) levanta a questão de saber se uma oferta ou expressão de interesse devem tornar-se públicas quando ainda se encontram no período de reflexão. De acordo com este autor, esta ferramenta de proteção aos investidores pode ter um impacto crítico no início de uma campanha de FC, principalmente se esta tiver como base “o primeiro a chegar é o primeiro a ser servido”. Como já tínhamos visto anteriormente, a participação de investidores sofisticados atrai investidores não sofisticados para investir. A existência de muitas ofertas a serem colocadas, anunciadas publicamente e logo a seguir retiradas, poderia causar um choque no mercado. JOSEPH LEE (2021) alerta que o comportamento dos investidores deve ser analisado e estudado em matéria de FC.

PAUL BELLEFLAMME et al. (2019) perguntam se não deveria também ser dada a possibilidade de um período de reflexão aos investidores sofisticados de modo a compreender se a sugestão de JOSEPH LEE (2021) seria válida, ou seja, se indubitavelmente as ofertas careceriam se tornar públicas durante este período ou até mesmo se o período de reflexão teria de ser prolongado¹³⁷.

Mais ainda, e uma vez que é permitido aos investidores não sofisticados retirarem-se sem apresentarem qualquer justificação, JOSEPH LEE (2021) recomenda que venham a ser adotadas regras para que nestas situações os investidores justifiquem os seus motivos e que as plataformas de FC publiquem estes dados posteriormente, de modo a minimizar o impacto do período de reflexão na dinâmica do mercado. Concordando com o exposto por JOSEPH LEE (2021), consideramos, no entanto, que a apresentação da justificação deveria ser feita quando o investidor revoga a sua oferta ou a sua manifestação de interesses e não posteriormente, tal como sugere o autor supra mencionado.

O período de reflexão pré-contratual é indiscutivelmente um mecanismo eficiente de proteção dos investidores não sofisticados na medida em que permite que estes se

¹³⁶ Mārtiņš Grakauskis, «Investor protection on crowdfunding platforms», Fintech Latvia, 2022, <https://fintechlatvia.eu/news/investor-protection-on-crowdfunding-platforms/>.

¹³⁷ Paul Belleflamme, Thomas Lambert, e Armin Schwiendbacher, «Crowdfunding Dynamics» (CESifo Working Paper, n° 7797, 2019).

retirem de uma oferta ou manifestação de interesses talvez realizadas por impulso e sem a merecida análise. Todavia, consideramos que a falta de justificação poderá pôr em risco o próprio mercado. Os restantes investidores, ao ver a retirada das ofertas, ficam inseguros quanto ao seu investimento e, no caso de estarem igualmente no período de reflexão, poderão avançar com a retirada das suas próprias ofertas ou manifestações de vontade em cadeia. Entramos assim num ciclo vicioso em que a figura do FC fica em risco. Desta forma, consideramos fundamental a necessidade de os investidores, aquando da retirada da sua oferta, justificarem a sua decisão. Por exemplo, no caso de a oferta inicial ser acima das suas possibilidades, a retirada não tem qualquer correlação com a oferta em questão, não prejudicando a angariação de fundos. Desse modo é evitada criação de insegurança para os demais investidores quanto ao seu investimento e permite-se que os projetos em causa tenham continuidade.

No Reino Unido, A FCA considerou aplicável ao contrato inicial com a plataforma o direito de cancelamento de 14 dias decorrente da diretiva relativa aos serviços financeiros à distância, porém, desde 2023, aplica-se a todos os investimentos de alto risco um período de reflexão de 24 horas, a partir do acesso do investidor às ofertas¹³⁸. Em oposição com o que acontece na Europa, o Reino Unido foi mais severo no que diz respeito ao período de reflexão, porém, não o aplica apenas aos investidores não sofisticados, mas sim a todos os investidores, com a única restrição que o investimento seja de alto risco.

3.3.5. Prevenção de conflitos de interesses

Pela eventualidade de conflitos entre os interesses do investidor e os da entidade prestadora de serviços de investimento, é dever das entidades gestoras de plataformas de FC procurarem identificar eventuais conflitos de interesses que possam surgir e agir de modo a evitar ou reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência¹³⁹. Uma vez que a resolução de conflitos com recurso à justiça pode ser um meio lento, custoso e pouco ágil face à dimensão dos valores envolvidos, é usual o recurso a meios de resolução alternativa de litígios em que se procura resolver o conflito de forma voluntária, rápida,

¹³⁸ Macchiavello, «Investment-based crowdfunding platforms and their regulation».

¹³⁹ Cfr. Art. 11º, nº 1 do Regulamento da CMVM e Art. 11º, nº 1 do RJFC.

eficiente, justa, responsável e tendencialmente gratuita para o investidor¹⁴⁰. MARIA JOÃO TEIXEIRA (2021) destaca os seguintes mecanismos de proteção de conflitos de interesses: o tratamento e resolução de reclamações pelo prestador de serviços financeiros, o tratamento e resolução de reclamações pelo Regulador e Supervisor do mercado de instrumentos financeiros (em território Nacional, a CMVM)¹⁴¹ e os mecanismos de resolução alternativa de litígios, nomeadamente o serviço de mediação de conflitos e a arbitragem de conflitos.

EUGENIA MACCHIAVELLO (2019) defende que as plataformas devem ter em curso mecanismos especiais de gestão de conflitos de interesses de modo a gerir adequadamente a prevenção, identificação, gestão e divulgação de estes¹⁴². Mais especificamente, esta autora considera que as plataformas não devem pagar nem aceitar qualquer tipo de remuneração, desconto ou benefício não monetário por encaminharem as ordens dos investidores para uma determinada oferta de FC.

Seguimos a tese desta autora, salientando que os prestadores de serviços de FC devem manter-se neutros quanto às ofertas. Em linha com o acima mencionado, somos da opinião que seria preferível os prestadores investirem eles próprios nas causas em que acreditam em vez de influenciarem outros investidores a seguir as suas intenções.

Conforme enuncia EUGENIA MACCHIAVELLO (2017), um dos potenciais conflitos de interesse que pode advir é o referente à remuneração das plataformas, no caso de esta ser baseada no volume e no número de transações, o que cria risco de diminuição da diligência aquando da seleção dos beneficiários.

VASCO COSTA (2018) acredita que o modelo de remuneração das plataformas não conduzirá a um insanável conflito de interesses entre plataformas e investidores, uma vez que estas têm em consideração que a realização de maus financiamentos ou

¹⁴⁰ Maria João Teixeira, «Os mecanismos de resolução de conflitos na proteção dos investidores - diferentes modelos e o papel do regulador», em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.ª ed. (Coimbra: almedina, 2021), 279–302.

¹⁴¹ No mecanismo em causa, o confronto dos factos alegados pelo investidor reclamante com os argumentos e evidência do intermediário financeiro que prestou o serviço, é possível a resolução do conflito, existindo dois possíveis desfechos: ora o reclamante não tem razão ora foram efetivamente detetadas falhas ou incumprimentos normativos, podendo o intermediário financeiro decidir corrigir a situação e assim ressarcir o cliente do prejuízo ou reverter a situação reclamada para o seu estado anterior.

¹⁴² Eugenia Macchiavello, «The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the “Crowdfunding Nature” Dilemma», 2019.

investimentos poderá, a prazo, causar um grave dano reputacional à própria plataforma, levando ao desaparecimento dos seus consumidores. Este mesmo autor considera que o disposto no art. 11º, nº2, do Regulamento CMVM vai longe demais neste domínio da proibição de participação das plataformas nos financiamentos ou investimentos divulgados no portal. Uma vez que, desde que devidamente publicitada e sujeita a determinados limites, essa participação poderá consistir numa forma útil de guiar e orientar as escolhas do público a favor dos projetos com maior qualidade.

VASCO COSTA (2018) questiona, ainda, se as plataformas de FC poderiam ser pagas pelos seus serviços, prática que tem vindo a surgir no mercado, através da cobrança de uma percentagem dos montantes de fundos efetivamente angariados, por oposição à simples cobrança de comissões fixas sobre os beneficiários, independentemente do maior ou menor sucesso da campanha de angariação. No modelo já existente, a plataforma não suporta riscos financeiros caso os projetos financiados tenham maior ou menor qualidade, uma vez que cobram uma comissão fixa aos beneficiários, independente do sucesso ou não do projeto.

Discordamos da solução exposta por VASCO COSTA (2018). Uma remuneração percentual relativa aos fundos efetivamente angariados, poderia originar um enviesamento das decisões dos investidores. Consideramos que poderia amplificar os conflitos de interesse entre plataformas e investidores na medida em que os prestadores de serviços de FC procurariam focar-se na angariação de projetos com um montante expeável de fundos mais elevado, independente da qualidade de estes, de modo a conseguirem uma remuneração mais elevada. Se por um lado concordamos que o sistema de remuneração atual não é o mais adequado, por outro lado, consideramos que o proposto por este autor não protegeria os investidores de situações de conflito de interesses com as plataformas de FC.

Ainda, não é permitido aos titulares, dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços com intervenção direta na atividade de financiamento participar das ofertas disponibilizadas nas plataformas geridas por estas entidades¹⁴³, evitando que estes possuam “interesses contrapostos aos beneficiários ou investidores”¹⁴⁴. Temos

¹⁴³ Cfr. Art. 11º, nº 2 do Regulamento da CMVM

¹⁴⁴ Cfr. Art. 12º-B, nº 1 do RJFC.

ainda que, em caso de ocorrência de conflito de interesses, cabe às plataformas atuar por forma a assegurar aos investidores e aos beneficiários um tratamento transparente e equitativo.

Não entendemos de que forma os prestadores de serviços de FC possam ter interesses contrapostos aos beneficiários ou investidores. Entendemos que todos os participantes procuram o sucesso dos investimentos e financiamentos realizados através das plataformas de FC: os beneficiários prosperam, facilitando o avanço das suas ideias e projetos; os investidores recebem o retorno do seus investimentos e financiamentos e, ainda, juros, se previamente acordados; e os prestadores de serviços de FC, no caso de investirem numa oferta, irão procurar o mesmo que os demais investidores. Se estiver garantido que tanto prestadores de serviços de FC como demais investidores têm todos acesso às mesmas informações, não existindo assimetria de informação entre estes, conforme acima explicitado nos deveres de informação, consideramos que a participação dos prestadores de serviços de FC não apresenta nenhum risco para os demais participantes nem será prejudicial para o mercado. Propomos, apenas, que os prestadores de serviços de FC interessados em proceder com determinado investimento, sejam expostos às mesmas condições dos demais participantes, não havendo diferenciação pela sua posição quanto ao FC.

Conclusões

Através do presente trabalho, procurámos analisar quais os mecanismos de proteção a que os investidores têm direito aquando do investimento/financiamento através de plataformas de FC, na legislação Portuguesa e Europeia.

O FC surgiu como ferramenta alternativa de financiamento de empresas que encontraram dificuldades nos meios tradicionais de financiamento, em resultado da crise económica e financeira de 2008.

Esta dissertação explorou detalhadamente as medidas de proteção dos investidores no contexto do FC, uma figura em rápido crescimento que tem atraído a atenção de investidores, beneficiários e reguladores. A nossa pesquisa demonstrou que, embora o FC tenha o potencial de democratizar o acesso ao capital e fomentar a inovação, também transporta riscos substanciais para os investidores. Ao longo deste estudo, identificámos os riscos significativos, analisámos a eficácia das medidas existentes e apresentámos recomendações para aprimorar a segurança dos investidores nesse ambiente dinâmico. A análise desenvolvida ao longo da presente dissertação, permite concluir que as diversas legislações apresentadas evidenciam uma dimensão altamente protetora dos investidores.

Com efeito, a proteção dos investidores é baseada, principalmente, na caracterização dos investidores entre sofisticados e não sofisticados, com o objetivo de avaliar se determinado investimento é adequado. Esta metodologia de categorização dos investidores pode servir a função legítima de promoção da confiança do investidor. Porém, também pode originar proteção excessiva ou até mesmo discriminação, na medida em que é recusado o acesso dos investidores não sofisticados a determinados produtos ou serviços exclusivos para investidores sofisticados.

São, então, estabelecidos instrumentos gerais para todos os investidores, tais como o dever de informação, as medidas de prevenção de fraude e branqueamento de capitais, o dever de gestão de conflitos de interesses e o dever de avaliação do perfil do investidor. Derivado do dever de avaliação do perfil do investidor, os investidores não sofisticados ganham medidas de proteção específicas e adicionais tais como o limite ao investimento e o período de reflexão.

Os deveres de informação por parte das plataformas de FC e dos beneficiários é uma medida importante para amenizar a assimetria de informação. Tendo toda a informação obrigatória disponível, é possível aos investidores, tanto não sofisticados como sofisticados, tomarem decisões conscientes e informadas e gerirem a sua capacidade para determinado financiamento/investimento. Consideramos esta medida eficaz tendo em conta que o acesso à informação reduz efetivamente a assimetria de informação. Os deveres de informação apresentam ainda conexão com a prevenção da fraude e do branqueamento de capitais, na medida em que o legislador considere que a forma de prevenção passa pela exposição escrita das resoluções no caso de suceder algum destes riscos.

A imposição de limites ao financiamento/investimento para os investidores não sofisticados é uma medida objeto de contestação. Embora proteja os investidores não sofisticados, com níveis de literacia financeira baixos, tendo em conta que existem riscos associados ao FC, nomeadamente a perda total do financiamento/investimento, esta medida pode constituir uma limitação à possibilidade de os mesmos investidores virem a auferir ganhos substanciais com projetos vencedores. Sugerimos, portanto, no respetivo ponto, as soluções possíveis para não converter esta medida numa restrição definitiva ao investimento.

A existência de um período de reflexão para investidores não sofisticados é uma medida controversa. Se por um lado achamos que pode fortalecer a proteção deste tipo de investidores, por outro lado consideramos que gera desequilíbrios no mercado financeiro, na medida em que existem limites ao montante angariado através do FC. Recomendamos ao legislador proporcionar esta medida a todos os investidores envolvidos, com imposição de necessidade ser justificada a retirada da sua oferta a investir ou manifestação de interesse.

Se por um lado, a medida estabelecida pelo legislador quanto à prevenção de conflitos de interesse, nomeadamente, o dever das entidades gestoras de plataformas de FC procurarem identificar eventuais conflitos de interesse que possam surgir e agir de modo a evitar ou reduzir ao mínimo o risco da sua ocorrência é relevante para a proteção dos investidores, por outro lado, consideramos contraproducente a restrição de titulares, dirigentes, trabalhadores ou outros prestadores de serviços com intervenção

direta na atividade de financiamento participarem das ofertas disponibilizadas nas plataformas geridas por estas entidades. Entendemos que a norma quanto às restrições ao investimento de elementos diretamente ligados ao FC deverá ser repensada, conforme já acima mencionado.

Assim, observamos que as medidas de proteção aos investidores são essenciais para o crescimento económico uma vez que promovem a confiança dos investidores, mas consideramos que seria necessária uma revisão das mesmas. As medidas de proteção atuais, embora desempenhem um papel crucial na mitigação dos riscos apresentados, ainda enfrentam desafios na sua aplicação e eficácia. A complexa interação entre a inovação tecnológica, a regulação e a natureza fluida das plataformas de FC torna imperativo que reguladores, empresas e investidores continuem a adaptar as suas estratégias para enfrentar esses desafios em constante evolução. Neste âmbito é fundamental a expansão da educação financeira para os investidores, empoderando-os a tomar decisões informadas e conscientes.

A regulamentação deverá continuar a evoluir de modo a manter o equilíbrio entre a promoção da inovação e a proteção dos investidores. Num cenário em que a confiança é fundamental para o sucesso da figura do FC, é essencial que as diversas partes interessadas se comprometam a trabalhar em conjunto para criar um ambiente seguro e transparente. Apesar de esta dissertação abordar questões complexas e desafios em constante mutação, alerta para a priorização da proteção dos investidores para garantir a sustentabilidade e o crescimento contínuo do FC.

Tendo em consideração que o FC continua a moldar o cenário financeiro global, é imperativo que continuemos a investigar, adaptar e inovar para garantir que as medidas de proteção dos investidores permaneçam eficazes e alinhadas com os princípios de inclusão e confiança. Conforme avançamos, aperfeiçoando a regulamentação, podemos extrair os benefícios de um FC seguro, equitativo e acessível, contribuindo para o crescimento económico.

Bibliografia

Agrawal, Ajay K., Christian Catalini, e Avi Goldfarb. «The geography of Crowdfunding». *SSRN Eletronic Journal*, 2011.

Banco de Portugal. «Caracterização das IP, IME e entidades fintech que atuam em Portugal», 2021.

Barbosa, Luciana, e Paulo Soares de Pinho. «Estrutura de financiamento das empresas», 2016. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201601_p.pdf.

Belezas, Fernando. *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*. 2.^a ed. Coimbra: Almedina, 2019.

Belleflamme, Paul, Thomas Lambert, e Armin Schwiendbacher. «Crowdfunding Dynamics». CESifo Working Paper, n.º 7797, 2019.

———. «Crowdfunding: Tapping the right crowd». *Journal of Business Venturing* 29, n.º 5 (2014): 585–609.

Bouglet, Johan, Ghislaine Garmilis, e Olivier Joffre. «La protection des investisseurs en Crowdfunding: typologie des plateformes d'Equity Crowdfunding par les mécanismes de gouvernance». *Revue de l'Entrepreneuriat*, n.º 1/2021 (2021).

bpifrance. «Le crowdfunding ou financement participatif: un outil de financement de la création d'entreprise», 2023. <https://bpifrance-creation.fr/encyclopedie/financements/financement-participatif/crowdfunding-ou-financement-participatif-outil>.

Chervyakov, Dmitry, e Jörg Rocholl. «How to make crowdfunding work in Europe». *Bruegel Policy Contribution*, n.º 6 (2019).

«CMVM». Acedido 6 de novembro de 2023. <https://www.cmvm.pt/PInvestidor/Content?Input=7EBBD1FCAA7135CF0B082181F4B3D06E788E93E50A531BD0A8E217EBC0BC94DB>.

«CMVM». Acedido 6 de novembro de 2023. <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=E85A6812FADA204764C216FD803CB987D067E2D5A7C38C20B55F46ECBA8FC159>.

Correia, João Pedro Tavares. «O financiamento de documentários através de ações de

crowdfunding: o caso do projeto X. TO.» Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Comunicação Multimédia, Universidade de Aveiro, 2012.

Costa, Vasco. «A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou “Crowdfunding” - Em Especial, o Caso Português». Em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, 8, 2018.

Couto, Ana Sá, e Frederico Romano Colaço. «O Equity Crowdfunding e os meios alternativos de financiamento». *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39 (2015): 130–35.

Engrácia Antunes, José. «Direito das Sociedades», 9.^a ed., 396–440. Porto, 2020.

Fletcher, III, C. Edward. «Sophisticated Investors under the Federal Securities Law». *Duke University of Law* 1988, n.º 6 (1988): 1123.

Fliche, Olivier, Claire Castanet, Christine Saidani, e Anne Delannoy. «La régulation des plate-formes de financement participatif (crowdfunding) en France». *Annales des Mines - Réalités industrielles*, n.º 2016/1 (2016): 57–60.

Freedman, Seth M., e Ginger Zhe Jin. «Learning by Doing with Asymmetric Information: Evidence from Prosper.com», 2011.

Friedman, Howard M. *Securities Regulation in Cyberspace*. 4^a. New York: Aspen, 2001.

Gameiro, Isabel Marques. «Prémio de risco nos principais mercados acionistas», 2008.

Geraldes, Luís Roquette, e João Lima da Silva. «Equity & Loan Crowdfunding rules: CMVM Regulation n.º 1/2016», 2016.

Gerber, Elizabeth, Pey-Yi (Patricia) Kuo, e Julie Hui. «Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms», 2012.

Girard, Carine, e Catherine Deffains-Crapsky. «Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding: Le cas de la France». *Finance Contrôle Stratégie*, n.º 19–3 (2016).

Grakauskis, Mārtiņš. «Investor protection on crowdfunding platforms». Fintech Latvia, 2022. <https://fintechlatvia.eu/news/investor-protection-on-crowdfunding-platforms/>.

Hemer, Joachim. «A snapshot on crowdfunding». Fraunhofer Institute for Systems and

Innovation Research ISI, 2011.

Heminway, Joan M. «The new intermediary on the block: Funding portals under the Crowdfunding act», 2013.

Heminway, Joan MacLeod. «Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”». *Vermont Law Review* 38 (2014): 827–48.

———. «Securities Crowdfunding and Investor Protection». *CESifo DICE Report, ifo Institut - Leibniz- Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München* 14, n.º 2 (2016): 11–15.

Hornuf, Lars, e Armin Schwienbacher. «Should securities regulation promote equity crowdfunding?» *Small Business Economics* 49 (2017): 579–93.

Ibrahim, Darian M. «Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?» *Minnesota Law Review* 100 (2015): 561–607.

Kuti, Mónika, e Gábor Madarász. «Crowdfunding». *Public Finance Quarterly* 59, n.º 3 (2014): 355–66.

Leal, Miguel Rodrigues. «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)». *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 55 (2020): 95–113.

Lee, Joseph. «Investor Protection on Crowdfunding Platforms.», 2021.

Leite, Pedro Miranda, e Nuno Moutinho. «Innovation through Crowdfunding: A quantitative and qualitative analysis of Kickstarter», 2012.

Macchiavello, Eugenia. «Financial-return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow banking, FinTech and Collaborative Finance Era», 2017.

———. «Investment-based crowdfunding platforms and their regulation». Em *Research Handbook on Comparative Financial Regulation*, Elgar., 2023.

———. «The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the “Crowdfunding Nature” Dilemma», 2019.

Martínez, Judith Arnal, e Antonio José Bravo Álvarez. «Un breve estudio de la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial», 2015.

Menezes Cordeiro, António. *Teoria Geral do Direito Civil*. 2.^a ed. Vol. 1. Lisboa: Almedina, 1988.

Méric, Jérôme, Rémi Jardat, François Mairesse, e Julienne Brabet. «La foule: Levier de gestion, projet de société ou idéologie?» *Revue Française de Gestion* 42, n.º 258 (2016): 61–74.

Mesiano, Marcela Bodin de Saint-Ange Comnène. «Financiamento Coletivo - Crowdfunding». Dissertação de Mestrado em Direito, Universidade Autónoma de Lisboa, 2021.

Molina, David Igual. *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*. 1.^a ed. Bogota, Colombia: Profit, 2016.

Olavo Cunha, Paulo. *Direito das Sociedades Comerciais*. 5.^a ed. Coimbra: Almedina, 2012.

Pacheco de Amorim, Margarida, e João Vieira dos Santos. «O regime nacional de crowdfunding: que crowdfunding?» Em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.^a ed., 623–38. Almedina, 2021.

Palma, Fernando José Pereira Ramos. «Capital de risco como alternativa ao financiamento bancário». Dissertação de Mestrado em Finanças, Instituto Universitário de Lisboa, 2016.

Pereira Duarte, Diogo. *Financiamento Colaborativo de capital (equity-crowdfunding)*. 2.^a. Coimbra: Almedina, 2019.

Pereira, Maria Clara Natividade Martins. «Da regulação do crowdfunding de capital». Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Católica Faculty of Law - Escola de Lisboa / Católica Lisbon Business & Economics, 2016.

Ribeiro, Maria de Fátima, Filipe Cerqueira Alves, e Luís Correia de Araújo. «Formas Alternativas de Financiamento Empresarial». *Fashion Law - Direito da Moda*, n.º 1 (2019): 741–53.

Santos, João Vieira dos. *Regulação de Formas de Financiamento Colaborativo - Em especial o crowdfunding e as initial coin offerings*. Coimbra: Almedina, 2022.

Schwartz, Andrew A. «The Digital Shareholder». *Minnesota Law Review*, n.º 191

(2015): 629–35.

Surowiecki, James. *The Wisdom of Crowds*. New York: Anchor Books, 2005.

Tavares, Fernando Oliveira, Luís Pacheco, e Emanuel Ferreira Almeida. «Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal», junho de 2015.

Teixeira, Maria João. «Os mecanismos de resolução de conflitos na proteção dos investidores - diferentes modelos e o papel do regulador». Em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, 1.^a ed., 279–302. Coimbra: almedina, 2021.

Vieira dos Santos, João. «Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades». *Revista Eletrónica de Direito*, n.º 2 (2015).

———. «Regime jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)». *Revista de Direito das Sociedades IX*, n.º 3 (2017): 643–76.

———. *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech*. Coimbra: Almedina, 2022.