



**CATÓLICA**  
**FACULDADE DE DIREITO**

---

ESCOLA DE LISBOA

**O *crowdfunding* em Portugal: uma análise dos últimos  
avanços legislativos e o seu impacto na proteção dos  
investidores**

**MARIA JOÃO SILVA BERNARDES**

Sob a orientação da

Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito – Escola de Lisboa

Mestrado em Direito Empresarial

Lisboa, 31 de maio de 2023

*Ignoring technological change in a financial system based upon technology is like a mouse starving to death because someone moved their cheese.*

- Chris Skinner

## **Agradecimentos**

A todos os que contribuíram para que este processo fosse menos solitário, o meu profundo agradecimento:

Aos meus familiares, Mãe, Irmã e Pai, o meus maiores exemplos de força e resiliência, por nunca me terem dado a conhecer o significado da palavra desistir;

Às minhas incansáveis amigas, que me lembram diariamente a sorte que tenho;

Ao Rodrigo, para o qual nunca terei palavras suficientes para agradecer.

**Palavras-chave:**

*Crowdfunding*; Investidor; Prestadores de Serviços de Financiamento Colaborativo; Regulamento UE; Regulação; Proteção; *Fintech*.

## Lista de Siglas e Abreviaturas:

<b>Art ou arts</b>	Artigo ou artigos
<b>al</b>	Alínea
<b>CC</b>	DL n.º 47344/66, de 25 de Novembro (Código Civil)
<b>CE</b>	Comissão Europeia
<b>Cfr.</b>	Conforme
<b><i>Cit.</i></b>	Obra citada
<b>CMVM</b>	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
<b>CVM</b>	DL n.º 486/99, de 13 de novembro, alterado pela Lei n.º 99-A/2021 (Código dos Valores Mobiliários)
<b>DMIF II</b>	Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE
<b>EBA</b>	European Banking Authority
<b>Ed.</b>	Edição
<b>EM</b>	Estados-Membros
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FC</b>	Financiamento Colaborativo
<b>Ibidem</b>	Do mesmo autor, da mesma obra
<b>IFIFC</b>	Informações Fundamentais destinadas aos Investidores de Financiamento Colaborativo
<b>KYC</b>	<i>Know your client</i>
<b>p.</b>	Página
<b>p.e</b>	Por exemplo
<b>PME's</b>	Pequenas e médias empresas
<b>Regulamento CMVM</b>	Regulamento da CMVM n.º 1/2016 – Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo
<b>Reg. do Prospeto</b>	Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público

	ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE
<b>Regulamento UE</b>	Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades, e que altera o Regulamento (UE) 2017/1129 e a Diretiva (UE) 2019/1937
<b>RJFC</b>	Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, correspondente à Lei n.º 102/2015 de 24 de agosto, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 3/2018 de 9 de fevereiro
<b>s ou ss.</b>	Seguinte ou seguintes
<b>UE</b>	União Europeia
<b>VM</b>	Valores Mobiliários
<b>v.</b>	Veja-se

## Índice:

Agradecimentos .....	2
Palavras-chave: .....	3
Lista de Siglas e Abreviaturas: .....	4
Índice:.....	6
1. Introdução:.....	7
2. O <i>crowdfunding</i> : uma análise introdutória, os seus impactos e desafios.....	8
2.1. O conceito de <i>crowdfunding</i> e o seu impacto na redefinição das relações comerciais: 8	
2.2. A relação de <i>crowdfunding</i> : os seus intervenientes e o encontro entre a oferta e a procura.....	10
2.3. As várias modalidades de <i>crowdfunding</i> , em especial, o <i>crowdfunding</i> de capital e por empréstimo:.....	12
3. O regime jurídico do <i>Crowdfunding</i> .....	16
3.1. A regulação do <i>crowdfunding</i> em Portugal.....	16
3.2. Os mecanismos de proteção dos investidores: .....	18
3.3. O projeto do <i>crowdfunding na Europa</i> e a urgência na criação de um mercado de capitais único:.....	23
4. O Regulamento UE: uma nova era no desenvolvimento do <i>crowdfunding</i> ? .....	26
4.1. O seu âmbito de aplicação e os principais aspetos do novo regime europeu: .....	26
4.2. O (novo) papel dos prestadores de serviços de <i>crowdfunding</i> : os seus deveres e atribuições. ....	30
4.3. Os mecanismos de proteção dos investidores: .....	33
4.4. O impacto da proteção dos investidores no crescimento do <i>crowdfunding</i> : uma apreciação crítica do atual modelo de proteção.....	40
5. Conclusão:.....	43
6. Bibliografia: .....	45

## 1. Introdução:

Ao longo da última década, assistimos ao aparecimento de uma nova economia, marcada pelo crescimento da *FinTech* e de novas formas de financiamento, nomeadamente, o *crowdfunding*, que tem sido fator de atenção por parte do legislador nos últimos anos, quer no panorama nacional, quer europeu, com a recente publicação do Regulamento UE.

A crescente procura de meios de financiamento alternativo tem colocado este tema na ordem do dia e, apesar de o *crowdfunding* não ser uma novidade entre nós, continua a existir alguma desconfiança em relação a este instituto. De facto, não podemos ignorar que existem riscos, tais como, riscos financeiros, decorrentes da falta de experiência dos investidores e da compreensão dos ativos objeto de investimento, que, não sendo mitigados pela legislação em vigor, continuam a contribuir para a incerteza no recurso ao *crowdfunding* e que merecem, dessa forma, total atenção da nossa parte.

Com esta investigação pretendemos analisar qual o impacto destes riscos na estruturação do *crowdfunding* e proceder a uma análise evolutiva da legislação em vigor no ordenamento jurídico português, onde encontramos múltiplos requisitos e deveres de informação que impendem sobre os diversos intervenientes no *crowdfunding* bem como mecanismos de proteção dos investidores que, pelo papel de relevo que comportam, carecem de uma análise crítica e estruturada. Assim, como veremos, perante mecanismos de proteção deficitários e que desconsideram a posição concreta do investidor, a procura por uma base jurídica sólida impõe-se, a fim de encontrar a solução para estes problemas.

Desta forma, e perante a necessidade de criar um mercado europeu robusto e estruturado, despido de arbitrariedade, foram surgindo novos diplomas, entre eles, o Regulamento UE relativo aos prestadores europeus de serviços de FC, com um novo Capítulo dedicado à proteção dos investidores (Capítulo IV) que será, igualmente, objeto da nossa análise. Neste, encontramos a integração de mecanismos complementares de proteção e uma reestruturação do *crowdfunding*, com novos papéis a desempenhar pelos vários sujeitos.

No entanto, e como analisaremos, mais regulação contribui, também, para a criação de novos problemas que carecem de solução. As novas exigências de informação, advertências de risco sem qualquer carácter vinculativo e o novo papel desempenhado pelas plataformas são aspetos que carecem da nossa análise e que nos levam a questionar

se estaremos, de facto, a criar um nível acrescido de proteção ou apenas uma mera aparência?

Desta forma, centrando-nos no papel dos investidores, uma questão central na nossa investigação, passa por saber qual o caminho a seguir e qual o âmbito de proteção necessário para os investidores. Se perante mecanismos regulatórios mais exigentes podemos estar a dissuadir o acesso a estas novas formas de financiamento, ao invés, com uma regulação menos exigente abrimos a porta a múltiplos riscos decorrentes de uma menor partilha de informação com o conseqüente impacto na proteção dos investidores.

Assim, é partindo destes desafios jurídicos trazidos pelas novas exigências do *crowdfunding*, que procuraremos, com base na importância e utilidade deste instituto, analisar a regulação existente e evidenciar os efeitos decorrentes dos problemas observados, sem esquecer a necessidade de criar um regime claro, flexível e equilibrado, que atenda aos diferentes interesses em jogo. Por um lado, a proteção dos investidores, por outro, a prosperidade dos negócios e empresas. Só assim poderemos falar do sucesso do *crowdfunding*.

## **2. O *crowdfunding*: uma análise introdutória, os seus impactos e desafios**

### 2.1.O conceito de *crowdfunding* e o seu impacto na redefinição das relações comerciais:

A evolução tecnológica, aliada ao declínio reputacional do setor financeiro e às necessidades crescentes de angariação de fundos por partes das empresas, levou a uma reestruturação e evolução dos diversos meios de financiamento empresarial e obrigou a procurar novas soluções adequadas para as empresas. Desta forma, começou a repensar-se a viabilidade e fiabilidade das estruturas tradicionais de financiamento e, a par da globalização económica, abriram-se portas a alternativas que representam, atualmente, um verdadeiro impacto na redefinição das relações comerciais, entre elas, o *crowdfunding*.

De facto, o *crowdfunding* enquanto mecanismo de financiamento empresarial *Fintech* tem um importante papel nesta reestruturação dos negócios e relações comerciais, uma vez que permite desenvolver o negócio exclusivamente à distância, através de plataformas *online* que promovem a obtenção de financiamento com apelo à *crowd*. Assim, o encontro entre a oferta e a procura é feito exclusivamente através de meios eletrónicos, nomeadamente pelas plataformas *online*, à distância de um *click*, e sem especiais burocracias e custos<sup>1</sup>.

Trata-se, portanto, de uma forma de financiamento distinta, inovadora e alternativa para as empresas, que passam a conseguir captar fundos com base num sistema que se demarca do tradicional financiamento com recurso a intermediários financeiros, como são, p.e, as instituições de crédito. Além disso, é uma modalidade de financiamento mais apelativa, atrativa e, em certos casos, a única verdadeiramente viável para as PME's, que encontram limitações à obtenção de financiamento pelas vias tradicionais.

O *crowdfunding* permite, desde logo, que estas empresas consigam financiar os seus projetos e ideias, mas mais ainda, que o consigam fazer partilhando o risco da sua atividade com diversos investidores, que investem, normalmente, pequenas quantias em projetos com os quais se identificam. Isto concretiza, novamente, um aspeto distintivo deste meio de financiamento e justifica que o *crowdfunding* seja também commumente designado pelo legislador português como FC que, tal como o nome indica, pressupõe uma colaboração, ou seja, *o encontro (...) entre membros dispersos do público para a consecução de objetivos comuns ou recíprocos de financiamento*<sup>2</sup>.

Assim, tendo por base o exposto, podemos definir o *crowdfunding* como um meio de financiamento alternativo e em crescimento, que promove um encontro eficaz e em larga escala da oferta e da procura através de canais informais, isto é, das plataformas *online*, que facilitam a angariação de várias parcelas de capital e, conseqüentemente, o desenvolvimento dos projetos e ideias dos empreendedores.

A definição de *crowdfunding*, não se esgota, porém, nos aspetos referidos, comportando ainda uma série de particularidades, que importa mencionar. Desde logo, esta modalidade de financiamento quebra a típica relação negocial bilateral, marcada pela confiança e

---

<sup>1</sup> Cfr. *Apud* C. Steven Bradford, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws* in Columbia Business Law Review, Vol. 2012, n.º 1, 2012, p. 10.

<sup>2</sup> Cfr. Vasco Costa, «A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou «Crowdfunding» - Em especial, o caso Português», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Número 59, abril 2018, p.1.

proximidade entre as partes<sup>3</sup> e dá lugar a uma relação multilateral, mais célere e simples, focada na transmissão eficaz e apelativa de uma ideia ou projeto, com a qual as partes intervenientes se identificam<sup>4</sup>.

Esta simplicidade e celeridade reúnem várias vantagens e permitem que o *crowdfunding* se torne um meio acessível a todos, sendo este mecanismo verdadeiramente democrático<sup>5</sup>. Porém, não podemos esquecer que contribui, também, para a criação de algumas preocupações. Ora, numa era em que é *mais importante a estética da mensagem do que o seu conteúdo*<sup>6</sup>, a facilidade de disponibilização de fundos pelos investidores que nem sempre dispõem de um adequado nível de conhecimento do projeto que financiam, coloca problemas ao nível do risco a que cada um destes se encontra exposto<sup>7</sup>.

Assim, se por um lado se percebe a importância de assegurar que o *crowdfunding* chegue a todos, por outro, é também necessário que este, enquanto meio de financiamento alternativo, represente, para todos os seus intervenientes, uma verdadeira alternativa viável, segura e transparente.

## 2.2. A relação de *crowdfunding*: os seus intervenientes e o encontro entre a oferta e a procura

Na relação de *crowdfunding* é possível identificar uma estrutura essencialmente tripartida ou trilateral<sup>8</sup> totalmente alinhada, que contribui para o funcionamento eficaz deste mecanismo. Temos, desde logo, os beneficiários<sup>9</sup>, que procuram financiamento, os investidores, que disponibilizam os seus fundos e, entre a oferta e procura, contribuindo para o seu encontro, temos também as plataformas eletrónicas.

Quando pensamos nos beneficiários falamos, quer de pessoas coletivas, quer de pessoas singulares que têm como objetivo a angariação de fundos, através da promoção dos seus

---

<sup>3</sup> Cfr. João Vieira dos Santos, *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*, Almedina, 2022, p. 285.

<sup>4</sup> *Anyone who can convince the public he has a good business idea can become an entrepreneur, and anyone with a few dollars to spend can become an investor*, cfr. C. Steven Bradford, *Crowdfunding...*cit, p. 10.

<sup>5</sup> Cfr. João Vieira dos Santos, op, cit, p. 287.

<sup>6</sup> Cfr. João Vieira dos Santos, op, cit, p. 285.

<sup>7</sup> Cfr. Mark Fenwick e Joseph A. McCahery, *Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending*, in ecgi, Law Working Paper N° 369/2017, September 2017, p. 12.

<sup>8</sup> No entanto, podem existir mais agentes, como o regulador público, v. Luís Guilherme Catarino, «Crowdfunding e crowdinvestment: o regresso ao futuro?» *In: O novo direito dos valores mobiliários*, (coord. Paulo Câmara), Lisboa, Almedina, 2017, p. 11.

<sup>9</sup> Termo generalista acolhido pela legislação portuguesa que engloba quaisquer tipos de ofertas, podendo incluir a emissão de instrumentos financeiros, segundo o art 6º e 7º RJFC, v. Fernando Belezas, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2º ed., Almedina, 2019 p. 67.

projetos ou ideias, mantendo, para o efeito, uma relação contratual com a plataforma de financiamento, de acordo com o art 6º e 7º do RJFC. Já os investidores são aqueles que, estando do lado da procura, se predispõem a contribuir para o desenvolvimento e sucesso dos projetos dos beneficiários, através da disponibilização dos seus fundos, podendo ainda contribuir, através das suas ideias, para *o sucesso desses projetos ou atividades*<sup>10</sup>.

Por fim, e enquanto figura chave e distintiva do *crowdfunding*, temos ainda as plataformas eletrónicas<sup>11</sup>, que atuando através da *internet*, funcionam como centro de contacto entre as diversas partes e contribuem, assim, para a criação de uma verdadeira comunidade *online*. Nesta comunidade, os seus membros partilham um interesse comum, centrado no desenvolvimento de um projeto/ideia e, dessa forma, a celebração de acordos de financiamento torna-se, ainda, mais propícia.

Note-se, porém, que estas plataformas não são verdadeiras pessoas jurídicas não detendo, por isso, a titularidade de quaisquer direitos e obrigações<sup>12</sup>. Neste caso, é a entidade gestora da plataforma eletrónica o verdadeiro sujeito jurídico nesta estrutura tripartida de *crowdfunding*. Assim, apesar do importantíssimo papel desempenhado pelas plataformas, são então as entidades gestoras que, assumindo a natureza de pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada (cfr. art 4º n.º 1 RJFC), gerem e disponibilizam os diversos meios que, depois, facilitam o contacto entre a oferta e a procura, fornecendo os mecanismos necessários aos investidores para assim encontrarem os projetos que correspondam às suas expectativas e perspetivas de investimento.

O papel destas entidades é ainda de especial relevância, uma vez que estas funcionam como *gatekeepers* de todo o sistema de *crowdfunding*, contribuindo para a diminuição das assimetrias informativas e promovendo a proteção dos investidores. No entanto, não podemos esquecer que este papel que incumbe às plataformas é, no essencial, um papel meramente passivo, que se limita a transmitir as informações prestadas pelos beneficiários<sup>13</sup> aos investidores, através dos portais eletrónicos.

---

<sup>10</sup> Cfr. João Vieira dos Santos – *Regime jurídico do Crowdfunding (financiamento colaborativo)*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano IX, número 3, 2017, p. 652.

<sup>11</sup> Atualmente, existem quatro plataformas de *crowdfunding* em Portugal registadas junto da CMVM. Cfr. CMVM – Financiamento colaborativo: entidades gestoras das plataformas de *crowdfunding* in: [https://web3.cmvm.pt/sdi/crowdfunding/pesquisa\\_gestora\\_cf.cfm](https://web3.cmvm.pt/sdi/crowdfunding/pesquisa_gestora_cf.cfm).

<sup>12</sup> Neste sentido, v. Fernando Belezas, op, cit, p. 64.

<sup>13</sup> Para uma análise mais detalhada acerca das informações divulgadas v. art 7º n.º 2 RJFC.

Assim, esta prestação de informações, apesar de formalmente *completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita*, conforme resulta dos arts 14º n.º 2 e 19º n.º 3 do RJFC, não é, por vezes, suficiente para que os investidores consigam *formar juízos fundados sobre a oferta e sobre o benefício do financiamento ou investimento*. Além disso, não está sequer sujeita a controlo de veracidade pelas plataformas<sup>14</sup>, pelo que nada garante que as informações prestadas sejam não só verdadeiras, como completas.

Desta forma, o limitado papel das plataformas tem repercussões na credibilidade do modelo de *crowdfunding* e faz com que os investidores assumam (ainda) mais riscos do que aqueles que, na prática, estariam dispostos a pagar. Trata-se, portanto, do problema da seleção adversa<sup>15,16</sup>, que o regime apesar de procurar mitigar, com base nos deveres de informação impostos, não resolve, uma vez que o papel das plataformas se limita à prestação de informações.

### 2.3. As várias modalidades de *crowdfunding*, em especial, o *crowdfunding* de capital e por empréstimo:

O *crowdfunding*, tal como o estruturámos até agora, divide-se em diferentes modalidades, que divergem quanto à forma de angariação de fundos, objeto do investimento e retorno oferecido aos investidores. Conseguimos, portanto, identificar quatro diferentes modalidades de *crowdfunding*, que analisaremos de seguida: *crowdfunding* através de donativo; com recompensa; de capital e por empréstimo.

Estas quatro modalidades agrupam-se, ainda, em duas sub-categorias<sup>17</sup>: o *crowdfunding* de natureza social ou não financeiro, em que a recompensa dos investidores é meramente simbólica, sem expressão financeira e o *crowdfunding* de investimento ou financeiro, em que há um verdadeiro retorno do investimento que se liga, necessariamente, à posição dos

---

<sup>14</sup> Porém, se chegar ao conhecimento das plataformas que a informação prestada é falsa, ou as plataformas tiverem acesso a elementos dos quais devam, à luz de um padrão médio de diligência, concluir por aquela falsidade, é de admitir que as plataformas fiquem obrigadas, à luz da boa fé, a impedir a divulgação dessa informação (ou a exigir aos beneficiários a sua superveniente correção), sob pena de poderem incorrer em responsabilidade perante os financiadores ou investidores pelos prejuízos causados. Cfr. Vasco Costa op. cit, p. 32.

<sup>15</sup> Cfr. João Vieira dos Santos – op. cit, p. 296.

<sup>16</sup> *A falência desse escrutínio levará, previsivelmente, a que as plataformas acabem por atrair financiamentos de menor qualidade, os quais, fruto de um fenómeno de seleção adversa, poderão acabar por monopolizar todo este mercado de financiamento, condenando-o, a prazo, ao desinteresse generalizado do público*, v. Vasco Costa, op, cit, p. 32.

<sup>17</sup> Cfr. Mariana Mirrado Canas, «Crowdfunding: uma nova forma de financiamento das sociedades – enquadramento geral e direito comparado», in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 1, número 5, 2019, p. 530.

investidores e à sua necessária proteção, tendo sido objeto de regulação recentemente na UE com o novo Regulamento UE. Por estas razões, focar-nos-emos principalmente nesta última categoria de *crowdfunding*, sem prejuízo de serem mencionadas algumas (breves) especificidades do *crowdfunding* de natureza social.

Nos primórdios do *crowdfunding*, o investimento realizado não tinha em vista a obtenção de qualquer retorno, sendo este utilizado como um meio de financiamento para os projetos de cariz artístico e musical<sup>18</sup>. Assim, não existia qualquer contrapartida para o investidor, que atuava movido pelo cariz social e altruísta<sup>19</sup> de determinado projeto. O mesmo acontecia no *crowdfunding* com recompensa (*reward-based crowdfunding*), no entanto, com a diferença de que, neste, o investidor utilizava o produto ou usufruía do serviço em causa, não se traduzindo esta utilização em qualquer ganho<sup>20</sup>.

Porém, se passarmos para a análise do *crowdfunding* de investimento (*crowdinvestment*) ou financeiro, percebemos que, aqui, o foco assenta na expectativa de retorno financeiro. Temos, por um lado, o *crowdfunding* por empréstimo (*peer-to-peer lending*), que se materializa na concessão de empréstimos, a favor dos beneficiários, e, por outro, o *crowdfunding* de investimento (*investment-based crowdfunding*), que consiste na aquisição ou subscrição de VM<sup>21</sup>, de uma determinada sociedade.

Assim, e apesar destas modalidades partirem do mesmo pressuposto tendo o investidor direito a receber uma contrapartida em função do investimento realizado, esta difere da modalidade para modalidade. No caso de *crowdfunding* por empréstimo a expectativa de retorno passa pela devolução do capital investido, acrescido, eventualmente, de juros e no *crowdfunding* de investimento, a contrapartida associada passa pela atribuição de participações sociais ou outros direitos como p.e, o direito aos lucros.

Tratam-se, portanto, de modalidades com diferentes implicações e que carecem da nossa análise, por representarem riscos para os investidores, que devem ser mitigados. Assim, concretizando cada uma destas modalidades, no *crowdfunding* por empréstimo temos, na prática, a celebração de um contrato de mútuo, de acordo com o art 1142º n.º 1 CC, que

---

<sup>18</sup> Muito típico nos casos de *crowdfunding* através de donativo, v. Caroline Kleiner, *Legal Aspects of Crowdfunding*, Springer, 2021, p 51.

<sup>19</sup> Cfr. Luís Guilherme Catarino, op, cit, p. 13.

<sup>20</sup> *The reward model offers something to the investor in return for the contribution but does not offer interest or a part of the earnings of the business. The reward could be small, such as a key chain, or it could be something with a little more cachet, such as the investor's name on the credits of a movie* – v. C. Steven Bradford, op, cit, p 16.

<sup>21</sup> Para maior detalhe, v. Vasco Costa, op, cit, p. 9.

pode ser oneroso, segundo o art 1145º CC ou gratuito, dependendo do pagamento de juros que seja fixado no momento da angariação. Para alguns autores, esta modalidade engloba ainda o investimento em VM representativos de dívida, como p.e, de obrigações<sup>22</sup>, porém, parece-nos que, face às diferenças entre a subscrição de obrigações e o *crowdfunding* por empréstimo, esta equiparação não será a mais adequada<sup>23</sup>, bastando-se a concretização do *crowdfunding* por empréstimo na celebração de contratos de mútuo.

Esta concessão de empréstimos, funcionando como alternativa ao financiamento bancário, torna-se, também, mais apelativa, nomeadamente, para as PME's e *startups*<sup>24,25</sup> estas últimas, em fases de desenvolvimento muito precoces, sem histórico creditício ou sem projetos que permitam assegurar algum tipo de fluxo financeiro, passando estas empresas com típicos problemas de bancabilidade a poder ter uma verdadeira oportunidade de desenvolverem os seus projetos<sup>26</sup>.

Além disso, no *crowdfunding* por empréstimo, a concessão e obtenção de empréstimos, é feita ao abrigo de um processo substancialmente diferente do que ocorre, p.e, no setor bancário. Primeiro, porque não se realiza com recurso a instituições de crédito ou com recurso a intermediários financeiros e, depois, porque está na sua base uma avaliação de risco que é muito mais flexível e menos burocrática.

Neste âmbito, as plataformas, em regra, limitam-se apenas a *facilitar o encontro entre os financiadores e os mutuários, sem tomarem para si qualquer intervenção decisória na*

---

<sup>22</sup> Cfr. Fernando Belezas, op, cit, p. 94

<sup>23</sup> *O investimento em valores mobiliários representativos de dívida possui uma natureza muito distinta da pura e simples concessão de mútuos, especialmente se destinados a meras finalidades de consumo (peer-to-peer consumer lending) v. Vasco Costa, op, cit, p. 23.*

<sup>24</sup> Note-se que a noção de *startup* passou a ser recentemente definida legalmente pela Lei 21/2023 de 25 de maio, no seu artigo 2º.

<sup>25</sup> O *crowdfunding*, enquanto mecanismo de financiamento simples e acessível tem, naturalmente, uma ligação de relevo com as PME's, que não podemos desconsiderar, ganhando a mesma um importantíssimo relevo no ordenamento português, face ao nosso tecido empresarial: (...) *the country's business fabric consists largely of small and medium-sized enterprises (statistics point to their representing 99% of Portugal's business fabric) which have difficulty in obtaining finance from traditional credit institutions* V. Joana Costa Lopes / Chen Chen, *Startups Funding Legal Regime – o Regime jurídico do financiamento das startups*, in Revista Eletrónica de Direito, n.º 2, Vol.28, 2022. P 33.

<sup>26</sup> *At the same time, there is a lack of equity investments for start-ups, a less than 0.2% of firms obtain financing from venture capitalists (...). Similarly, there is a dearth of finance available from angel lenders, factoring, trade customers, and suppliers, among other sources (...). Therefore, it is not surprising that the online economy has brought with it the opportunity for crowdlending; that is, raising capital from many lenders who each contribute small amounts of capital through online portals*, v. Douglas J. Cumming e Lars Hornuf *Marketplace Lending of SMEs* in cesifo, Working Papers, n.º 8100, 2020. E, Diogo Pereira Duarte, «Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)», In *FinTech II: desafios da tecnologia financeira.*, (coord. António Menezes Cordeiro / Ana Perestrelo de Oliveira / Diogo Pereira Duarte) 2ª Ed. - Reimpressão 2020, Coimbra, Almedina, 2019, p. 247.

*aplicação dos fundos a produtos específicos. São, por assim dizer, meros portais eletrônicos de criação de mercado*<sup>27</sup>, o que, apesar de contribuir para o incentivo do recurso a esta modalidade e para a prosperidade dos negócios e empresas, implica um aumento do risco que é suportado pelos investidores, ao qual não devemos ser alheios.

Passando, agora, para a análise do *crowdfunding* de capital<sup>28</sup>, de forma breve, este trata-se de uma modalidade de financiamento em que os investidores participam no capital da sociedade promotora e recebem, em troca do seu investimento, instrumentos financeiros, nomeadamente, participações sociais ou certos direitos de índole societária, como o direito aos lucros.

Nesta modalidade, o investimento realizado representa *uma entrada, em dinheiro ou em espécie, a imputar no capital social da sociedade beneficiária*<sup>29</sup>, devendo para o efeito, ser feita, via *internet*, uma oferta de subscrição em mercado primário de participações sociais ou de outros mecanismos que possibilitem a cessão de dividendos.

Neste âmbito, o procedimento adotado inicia-se com uma candidatura, a submeter pelos beneficiários, seguida da sua seleção e contratualização das condições de financiamento, bem como da definição do montante a angariar, que, neste caso, inclui também a informação relativa ao número de participações a atribuir. Seguidamente, temos a divulgação da ideia/projeto na plataforma da *internet* e, por último, a aceitação do financiamento pelos investidores, o que significa, no fundo, a subscrição das participações sociais do beneficiário ou aquisição de outros direitos.

Assim, e analisadas as diversas modalidades de *crowdfunding*, percebemos então que, no que toca ao *crowdinvestment*, como em qualquer outro investimento, há riscos associados. Por um lado, temos um financiamento de projetos/ideias que ocorre numa fase muito precoce do seu desenvolvimento<sup>30</sup> dos quais, normalmente, muito pouco se sabe e, por outro, temos um retorno financeiro que, tal como em qualquer investimento, não passa de uma mera expectativa.

---

<sup>27</sup> Cfr. Vasco Costa, op. cit., p. 16.

<sup>28</sup> Para mais desenvolvimentos sobre este tema e análise dos SEUS impactos societários, v. Inês Dias Lopes, *Equity crowdfunding. A governação da sociedade financiada*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano X, número 4, 2018, p. 725-768.

<sup>29</sup> Cfr. Fernando Belezas, op. cit., p. 61.

<sup>30</sup> *Crowdfunding makes it possible for early-stage start-up companies to raise 'venture capital' from a large group of individuals, sidestepping the traditional fundraising process that includes lengthy due diligence periods and tough negotiations over the pre-money valuation and contractual terms* v. Mark Fenwick / Joseph A. McCahery / Erik P.M. Vermeulen, op. cit., p. 11.

Ora, a junção destes dois fatores, aliada a uma fraca compreensão deste mecanismo e à falta de informação disponibilizada aos investidores, que os impede de realizar uma análise ponderada de risco, contribui para o enfraquecimento da sua posição e, consequentemente, coloca em causa a credibilidade do *crowdfunding*.

Posto isto percebemos então que, apesar de o *crowdinvestment* garantir o acesso dos pequenos investidores ao mercado primário<sup>31</sup>, usualmente destinado aos investidores qualificados, a desregulação que impera e se faz sentir neste campo, traz consigo um risco de perda para os investidores, que carece de uma análise mais profunda, que desenvolveremos em diante.

### **3. O regime jurídico do *Crowdfunding***

#### **3.1. A regulação do *crowdfunding* em Portugal**

O *crowdfunding*, face às suas especificidades, aos riscos que comporta e aos desafios que apresenta, justifica a existência de uma regulação específica, robusta e eficaz na resolução dos problemas e mitigação dos riscos desta atividade. Neste sentido, a sua regulação em Portugal, que remonta a 2015, desempenha um papel de muito relevo, principalmente na perspetiva dos investidores que, estando expostos a múltiplos riscos *podem não estar preparados para os prever, mitigar e, no limite, suportar*<sup>32</sup>.

Desta feita, a necessidade de aliar a regulação a uma proteção eficaz é, de facto, crucial, uma vez que surge como pressuposto e garantia de confiança para a realização do investimento. Se os investidores não se sentirem seguros, então também não terão qualquer incentivo para participar nesta modalidade de financiamento. O mesmo é dizer que, sem investidores, não há mercado<sup>33</sup>, daí que a regulação seja fundamental, enquanto mecanismo de segurança e proteção, que deve pautar todo o regime.

Apesar de o regime português de FC estar pensado para as já mencionadas quatro modalidades de *crowdfunding*, a nossa análise centrar-se-á apenas no *crowdfunding* com expectativa de retorno financeiro, uma vez que é neste que, como *supra* referimos, se

---

<sup>31</sup> Cfr. Luís Guilherme Catarino, op. cit., p. 18.

<sup>32</sup> Cfr. Diogo Pereira Duarte, op. cit., p. 261.

<sup>33</sup> *As among these policy underpinnings of securities regulation, investor protection takes a leading role. If investors do not feel secure, they will not participate in the market for capital formation. In short, without investors, there is no market*, v. Joan MacLeod Heminway, *Securities Crowdfunding and Investor Protection*, Ifo Institute, CESifo DICE Report 2/2016, p. 13.

verificam os maiores riscos para os investidores e é aqui que, face às especificidades do *crowdfunding*, os *figurinos regulatórios tradicionais* tenderão a mostrar-se essencialmente desajustados para enquadrar devidamente os esquemas de financiamento colaborativo<sup>34</sup>.

Entre os riscos a que os intervenientes do *crowdfunding* podem estar sujeito encontramos, desde logo, os riscos de fraude, motivados pelas assimetrias informativas, ou pela criação de perfis falsos com o intuito de obter um financiamento destinado a um fim ilícito ou diferente do publicitado; o risco de perda dos capitais investidos<sup>35</sup>; possível branqueamento de capitais, descontinuação dos serviços prestados pelas plataformas ou até mesmo situações em que esta última se encontra insolvente<sup>36</sup>.

Além disso, tratando-se o *crowdfunding* de meio de financiamento que opera via *online*, o risco de ataques informáticos é também um importante fator a considerar. Neste caso, o risco decorrerá da eventual dispersão de informação de foro pessoal ou segredos comerciais e pode, inclusive, impedir a prossecução das atividades da plataforma<sup>37</sup>. Dessa forma, todos estes aspetos são importantes e justificam, portanto, uma análise cuidada e uma regulação específica, capaz de estabelecer um compromisso entre, por um lado, o incentivo ao financiamento das PME's, ou seja, a estimulação da economia, e, por outro, a proteção dos investidores<sup>38</sup>.

Partindo, então, desta necessidade premente vejamos, agora, como se encontra estruturada a regulação do *crowdfunding* no ordenamento jurídico português. O primeiro diploma legislativo, que começou a ser pensado em 2013, entrou apenas em vigor em 2015, e corresponde ao atual RJFC. Este, começa por definir o que se entende por *crowdfunding* no seu art 2º, determinando que este é um *tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais*.

---

<sup>34</sup> Cfr. Vasco Costa, op. cit., p. 18.

<sup>35</sup> Note-se que, no *crowdfunding*, não há nenhuma paralelo ao Fundo de Garantia de Depósitos e ao sistema de indemnização a investidores.

<sup>36</sup> V. a título de exemplo: *Investors in limbo after Lendy goes into administration* in: <https://p2pfinancenews.co.uk/2019/05/28/investors-in-limbo-after-lendy-goes-into-administration/>.

<sup>37</sup> Para uma análise mais detalhada dos diversos riscos do *crowdfunding*, tais como *risk of default, platform risk; risk of fraud; information asymetry and quality; risk of investor inexperience; liquidity risks and risk of cyber-attack*, v.: Eleanor Kirby and Shane Wornor, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing fast* in Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 2014.

<sup>38</sup> Cfr. Mariana Mirrado Canas – op. cit., p. 531.

Esta definição denota, claro, os principais elementos do *crowdfunding*, reforçando a sua finalidade: a obtenção de financiamento, permitindo ainda estruturar a relação entre os vários intervenientes deste mecanismo. No entanto, o RJFC remeteu parte da sua regulamentação relativa ao *crowdfunding* de capital e por empréstimo para a CMVM<sup>39</sup>, cfr. art 23º do RJFC, o que fez deste regime um elemento de pouco relevo numa primeira fase.

Esta regulamentação surgiu apenas posteriormente, com o Regulamento CMVM, tendo sido um importante contributo para a regulação do *crowdfunding*, através da criação de medidas que disciplinam o acesso à atividade de intermediação de FC, os deveres das entidades gestoras, a obrigação de informação dos beneficiários do FC para efeitos de informação aos investidores; os limites máximos de angariação, os limites ao investimento, as relações com os prestadores de serviços de pagamento e, ainda, os deveres de prevenção de conflitos, cfr. art 1º do Regulamento CMVM.

Porém, a entrada em vigor deste regime ficou também em suspenso até à *entrada em vigor do regime aplicável à violação do regime jurídico do financiamento colaborativo de capital ou por empréstimo*: art 21º Regulamento CMVM, que apenas surgiu em 2018, com a Lei n.º 2/2018 de 9 de fevereiro. Assim, só a partir de 2018 é que passamos a ter um regime de *crowdfunding* de capital e empréstimo totalmente aplicável em Portugal.

### 3.2. Os mecanismos de proteção dos investidores:

Passando, agora, para uma análise mais concreta do regime e, em específico, para o estudo dos mecanismos de proteção dos investidores, percebemos que, em face da sua importância, estes surgem transversalmente regulados em todo o regime do *crowdfunding*, materializando-se na estruturação do papel e atuação das entidades gestoras das plataformas<sup>40</sup>, nos deveres de informação que impendem sobre os diversos intervenientes do *crowdfunding*, bem como na definição dos limites ao investimento.

---

<sup>39</sup> Esta opção, apesar de ter contribuído para o atraso na implementação do regime do *crowdfunding* compreende-se, uma vez que a atividade de financiamento por empréstimo e capital encontra-se numa situação limite com as operações e serviços típicos do mercado de capitais, pelo que a entidade competente para regulamentar e supervisionar esta atividade deve coincidir com a entidade que regula os VM em Portugal. Cfr. Luís Guilherme Catarino, op. cit., p. 51.

<sup>40</sup> Nos termos do art 4º, n.º 1 RJFC *podem ser titulares de plataformas de financiamento colaborativo quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada.*

Assim, começando pelas entidades gestoras das plataformas<sup>41</sup>, estas desempenham um importantíssimo papel, uma vez que estabelecem a relação entre os vários utilizadores das plataformas, quer sejam os beneficiários do investimento, através da formalização de um contrato de adesão reduzido a escrito, nos termos do art 6º n.º 1 do RJFC, quer sejam os investidores, que procuram um projeto ou ideia para investirem os seus fundos.

Estas, enquanto *gatekeepers* da informação, têm um papel essencial na transmissão de informações e devem, como estabelece o art 5º, n.º 1, al a) do RJFC *assegurar aos investidores o acesso a informação relativa aos produtos colocados através dos respetivos sítios ou portais da Internet*. Assim, o papel das plataformas, ainda que meramente passivo acaba por impactar a própria posição do investidor que, ao receber as informações relativas aos produtos, cria a confiança e segurança necessárias para a realização do investimento. Porém, note-se que estas informações não se devem confundir com o *aconselhamento ou recomendações quanto aos investimentos a realizar*<sup>42</sup>, que está vedado às plataformas, nos termos do art 5º, n.º 2, al a) do RJFC.

Além da proibição dos aconselhamentos aos investidores, às plataformas é ainda vedada a atribuição de compensações aos seus dirigentes ou trabalhadores, devendo as mesmas atuar em prol da prevenção do conflito de interesses, de acordo com o art 5º n.º 2 do RJFC, não podendo também promover ou investir nas ofertas publicadas na sua plataforma, cfr. art 11º, n.º 1 e 21º, n.º 3 do RJFC.

---

<sup>41</sup> As entidades gestoras das plataformas de FC estão sujeitas a registo prévio junto da CMVM, devendo esta regulamentar o seu procedimento de registo, incluindo os requisitos de acesso à atividade, cfr disposto no art 15º RJFC e art 2º e ss do Regulamento CMVM.

<sup>42</sup> *A atribuição pública de classificações ou notações de risco dos empréstimos divulgados no portal (...) desde que feita em termos puramente objetivos e genéricos (isto é, não personalizados), não se qualificará ainda como uma forma de prestação de aconselhamento ou recomendações por parte da plataforma, mas sim e apenas como uma análise crítica da informação disponível no portal sobre os beneficiários e respetivas propostas de empréstimos* in: Vasco Costa, op. cit., p. 27.

Já se pensarmos no ordenamento jurídico espanhol, aí as plataformas podem prestar serviços auxiliares distintos, incluindo: *el análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión. La publicación, clasificación y agrupación de tal información en términos objetivos, sin realizar recomendaciones personalizadas, no constituirá asesoramiento financiero*, cfr. art 51.º n.º 2 al b) da Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

Assim, o papel das plataformas no contexto da *angariação de parcelas de investimento* é, essencialmente, passivo<sup>43,44</sup>, passando apenas pelo processamento do investimento e limitando-se a facilitar o encontro entre os investidores e beneficiários, isto é, entre a oferta e a procura: a ordem é dada pelo investidor, através da plataforma, sendo depois o investimento realizado por um prestador de serviços de pagamento, segundo o art 20º do Regulamento CMVM.

A par e passo com este papel neutral e passivo das plataformas, temos os deveres de informação que impendem sobre os diversos intervenientes no *crowdfunding*. Ora, se às plataformas compete apenas assegurar o fluxo de informação entre investidores e beneficiários sem qualquer tipo de iniciativa, ao invés, o cumprimento dos deveres de informação recai sobre os restantes sujeitos, que desempenham um papel ativo no funcionamento deste mecanismo.

Nesta medida, e atendendo ao *crowdfunding* com expectativa de retorno financeiro, os beneficiários devem comunicar às plataformas, para efeitos de informação aos investidores e à CMVM, a sua informação financeira relevante, aí se incluindo as informações relativas ao cumprimento das suas obrigações fiscais, contributivas e estrutura de capital, cfr. art 17º n.º 1, al a) do RJFC, bem como a informação sobre os projetos a financiar e os riscos daí decorrentes ou associados, cfr. art 17º n.º 1, al b) do RJFC.

Além disso, quanto às informações a prestar em relação à oferta, os beneficiários devem, nos termos do art 19º n.º 3 do RJFC, e de forma *completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita*, comunicar às plataformas, para informação aos investidores, a *descrição da atividade ou o produto a financiar* (a. a); *o montante e o prazo para angariação* (al b), *o preço dos valores de cada unidade a subscrever ou a forma de determinação desse preço* (al c), bem como quaisquer *outros elementos definidos pelo regulamento da*

---

<sup>43</sup> O papel das plataformas circunscreve-se ao cumprimento de deveres de informação e ao seu papel de garante da circulação da informação, cfr. art 16º, 17º e 19º RJFC e do art 13º Regulamento CMVM.

*O legislador optou por atribuir às plataformas de financiamento colaborativo um papel de intermediação, essencialmente, neutro* in Margarida Pacheco de Amorim e João Vieira dos Santos – «O regime nacional de *crowdfunding*: que *crowdfunding?*» in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários* (coord. CMVM), Almedina, 2021, p. 630

<sup>44</sup> As plataformas podem assumir vários modelos de negócio, limitando-se a facilitar o encontro entre a oferta e a procura, sem qualquer intervenção decisiva, ou através de uma atuação mais ativa, em caso de pré-definição das características dos produtos (*auto-bid functionality*), em que decidirá como investir os fundos dos investidores nos projetos disponibilizados. Para mais desenvolvimentos, v. Vasco Costa, op. cit., p. 17.

CMVM, em relação ao financiamento colaborativo de capital ou empréstimo (al d). Estes últimos encontram-se, então, densificados no art 16º Regulamento CMVM, constando de um documento que contém as informações fundamentais, a IFIFC<sup>45</sup>, que surge como instrumento essencial de prestação de informação e advertência de risco aos investidores, disponibilizada pelo beneficiário à plataforma.

Desta ficha devem constar, entre outros, os elementos e advertências relativos ao risco de financiamento<sup>46</sup>, bem como as expectativas de rentabilidade dos montantes investidos, para que os investidores possam, de forma clara e objetiva, compreender a natureza do investimento que se propõem fazer, as suas características e riscos<sup>47</sup>.

No entanto, note-se que, em virtude do já referido em relação ao papel desempenhado pelas entidades gestoras das plataformas, estas não têm qualquer dever de *due diligence*, nem sequer se comprometem a certificar ou validar a informação que é prestada pelo beneficiário e que consta da IFIC. Ao invés, limitam-se apenas a assegurar a inteligibilidade e autenticidade desta ficha, bem como a assegurar a sua disponibilização aos investidores, cfr art 16º n.º 4 do RJFC<sup>48</sup>.

Esta, porém, não tem sido a conduta adotada pelas plataformas, que, na prática, acabam por proceder a um escrutínio das ofertas que são disponibilizadas através da avaliação da capacidade financeira dos beneficiários, com o propósito de assegurar a remuneração dos investidores e, assim, contribuir também para a sua credibilidade<sup>49</sup>, o que lhes permite

---

<sup>45</sup> Esta ficha não deve ser confundida com o prospeto exigido para as ofertas públicas de valores mobiliários, nos termos do art 109º n.º 1 al a) do CVM e regulado nos termos do Regulamento do Prospeto.

*Ao contrário do prospeto, a IFIFC não está sujeita a fiscalização administrativa própria* in: Fernando Belezas, op. cit., p. 84.

<sup>46</sup> Nos termos do art 16º n.º 2 Regulamento CMVM, dentro destas advertências encontramos, entre outras, menção à advertência quanto ao *risco de perda parcial ou total dos montantes investidos* (al h); *risco de não se verificar a rentabilidade estimada dos montantes investidos* (al i); *risco de liquidez ou falta de mercado secundário* (al j); advertência quanto ao facto da emissão de instrumentos financeiros não estar sujeita à supervisão da CMVM, nem sequer ser aprovada a informação disponibilizada através do IFIFC (al n); advertência no caso de concessão de empréstimos, de que esta atividade não é objeto de supervisão pelo Banco de Portugal (al o).

<sup>47</sup> Neste sentido, segundo o art 9º n.º 2 RJFC, a IFIFC deve ser redigida em português e deve utilizar linguagem não técnica.

<sup>48</sup> Não recai sobre as plataformas qualquer responsabilidade equiparável à responsabilidade pelo prospeto, nos termos do art 149º n.º 1 al g) CVM. No entanto, as plataformas podem assumir a responsabilidade quando, no âmbito das políticas internas de prevenção de fraude e branqueamento de capitais, os financiadores ou investidores incumpram os deveres de controlo a que estão adstritos, ou ainda nos casos abrangidos pela boa fé contratual, v. Vasco Costa, op. cit., p. 32.

<sup>49</sup> *Embora tal atuação não represente o cumprimento de um dever legal ou regulamentar, considera-se ser uma boa prática, com benefícios para os investidores, para a reputação das plataformas (relacionada com o grau de cumprimento por parte dos beneficiários) e para o setor do financiamento colaborativo em geral.* in: Margarida Pacheco de Amorim e João Vieira dos Santos op. cit., p. 631.

atrair financiamento de maior qualidade. O que não se percebe, no entanto, é esta discrepância regulatória com a realidade, que apenas contribui para criar entraves e limitações ao desenvolvimento do *crowdfunding* em Portugal.

A par do papel desempenhado pelas plataformas e dos deveres a que os investidores e beneficiários estão adstritos, uma outra medida de proteção dos investidores típica na regulação do *crowdfunding* tem que ver com os limites aplicáveis aos investimentos, tendo em vista evitar eventuais perdas de capital<sup>50</sup>.

Da perspetiva dos investidores, estes só poderão investir até 3.000 euros por oferta ou até 10.000 euros no total dos produtos subscritos nos últimos doze meses, conforme resulta do art 12º n.º 1 do Regulamento da CMVM, excluindo-se deste leque de investidores as pessoas coletivas ou pessoas singulares com um rendimento anual igual ou superior a 70.000 euros, bem como os investidores qualificados, nos termos do art 30º n.º 1 al a) a k) do CVM, como resulta do art 12º n.º 2 Regulamento da CMVM.

Já da perspetiva dos beneficiários a limitação também existe, sendo que, aqui, o limite máximo de angariação é de 1.000.000. No entanto, se as ofertas de destinarem a ser subscritas por investidores qualificados ou pessoas singulares ou coletivas com um rendimento anual igual ou superior a 70.000 euros, o limite estende-se para os 5.000.000, cfr. art 19º do mesmo diploma.

Posto isto, percebemos então que esta é uma medida de proteção pensada, essencialmente, para os investidores não qualificados e que levanta algumas dúvidas, uma vez que, ao invés de se investir numa melhoria dos canais de informação, o legislador optou por limitar a liberdade dos investidores em função de um montante pré-determinado de investimento, que pouco se percebe<sup>51</sup>. Isto leva alguns autores, como p.e, Diogo Pereira Duarte a tecer duras críticas às medidas de proteção dos investidores estabelecidas no RJFC, com o qual integralmente concordamos, determinando que quanto aos limites de investimento, esta imposição é *discriminatória e contraproducente, já que priva as*

---

<sup>50</sup> A base da limitação do investimento teve origem nos EUA com o Jobs Act de 5 de abril de 2012, no seu título II – *crowdfund Act*: os beneficiários podem angariar até um milhão de dólares por ano, sem terem que registar as transações na SEC. Cfr. João Vieira dos Santos – op. cit., p. 319.

<sup>51</sup> O risco de perda do capital levou à fixação dos limites ao investimento no art 12º do Regulamento CMVM. No entanto, não foram definidos os critérios de regulamentação destes limites, tendo sido fixado o montante em função do rendimento anual dos investidores ou do seu perfil, na base da sua experiência e qualificação, cfr. art 18º n.º 2 e 20º n.º 3 RJFC.

*peessoas com menores recursos da possibilidade de obter ganhos resultantes de uma aposta em bons investimentos*<sup>52</sup>.

Assim sendo, torna-se notório que, independentemente das medidas em vigor que visam a tutela dos investidores e o robustecimento deste regime, quando olhamos para o mesmo, percebemos que este é insuficiente, desequilibrado e pouco apelativo. Por um lado, a restrição do papel das plataformas a meros garantes de informação limita a inovação e impede um tratamento personalizado aos investidores, desprotegendo-os, por outro lado, as medidas de tutela dos investidores são redutoras, pouco eficazes e aparentes, focando-se no mero cumprimento de deveres de informação, sem qualquer escrutínio ou controlo, e nos limites ao investimento, que pouco se percebem.

### 3.3. O projeto do *crowdfunding* na Europa e a urgência na criação de um mercado de capitais único:

Tendo por base as necessidades crescentes de encontrar mecanismos robustos e eficazes de apoio financeiro a PME's e a *startups*, a CE<sup>53</sup> não se absteve de intervir, tendo desde cedo começado a manifestar a sua intenção de apoiar as novas fontes de financiamento não tradicionais, entre elas, o *crowdfunding*.

Nesse sentido, e logo em 2014, o importante papel do *crowdfunding* foi reconhecido pela CE, na sua comunicação relativa ao potencial do *crowdfunding* na UE<sup>54</sup>, onde foram apresentados os principais desafios para esta modalidade de financiamento e as suas vantagens. Além disso, pretendeu-se ainda promover a sua difusão, começando a ser pensada uma necessária evolução da sua regulamentação, através da avaliação da intervenção legislativa ao nível da UE que, como veremos, se mostrou inevitável.

Posteriormente, em 2015, a CE iniciou a sua estratégia no sentido da criação de um Mercado Único Digital, em que o seu propósito, entre outros, passava pela criação de condições para que este mercado pudesse crescer e prosperar, mantendo a UE uma

---

<sup>52</sup> Cfr. Diogo Pereira Duarte, op. cit., p. 299. No mesmo sentido: Fernando Zuzunegui, «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)», in *Revista de Derecho del Mercado Financiero (RDMF)* n.º 3/2015, junho, 2015, p. 7.

<sup>53</sup> A par da intervenção da CE, é ainda de notar a intervenção da ESMA, cfr: ESMA, *Opinion: Investment-based crowdfunding*, 2014 e da EBA, cfr EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, 2015.

<sup>54</sup> Cfr. CE, *Comunicação da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*, 2014.

posição de líder mundial e ajudando as empresas europeias a crescer, com um elevado nível de proteção para todos os intervenientes. Assim, com base em três pilares, esta recomendação reconduziu-se a garantir i) *Melhor acesso dos consumidores e empresas a bens e serviços em linha em toda a Europa*; ii) *Criação das condições adequadas para o desenvolvimento de redes e serviços digitais* e iii) *Otimização do potencial de crescimento da nossa Economia Digital Europeia*<sup>55</sup>.

Depois desta iniciativa e já em maio de 2016, o tema do *crowdfunding* voltou a surgir num documento de trabalho desenvolvido pela CE<sup>56</sup>, em que foi dada a conhecer a situação do *crowdfunding* na Europa, bem como a sua evolução desde 2014. Neste âmbito, acabou por concluir-se que o *crowdfunding* continuava, à data, a ser pouco expressivo no espaço europeu, não obstante o seu potencial de desenvolvimento, o que exigia, portanto, um esforço de todos na tentativa de alterar este rumo.

Assim, e para que este desenvolvimento pudesse operar, a promoção do *crowdfunding* teria que passar, necessariamente, pela criação de mecanismos de proteção dos investidores, a fim de contribuir para um clima estável e de confiança neste mercado, bem como pela criação e aplicação de medidas regulatórias uniformes, capazes de acompanhar, sem limitar, o desenvolvimento desta figura, face à ausência de regulação específica a nível europeu. Esta ausência, levou, então, à criação de problemas difíceis de resolver, p.e, relacionados com a aplicação territorial das normas que envolvem intervenientes de EM diferentes, ou casos de conflitos positivos ou negativos de competência jurisdicional<sup>57</sup>.

A ausência de uma regulação europeia levou ainda, como seria de esperar, à criação de múltiplas regras e condições distintas nos diversos regimes nacionais, com impacto, nomeadamente, nas suas condições de aplicação, autorizações, supervisão, serviços a prestar pelas plataformas, regras de KYC, vários níveis de proteção dos investidores e, ainda, definição dos limites ao investimento. Se pensarmos nesta última, enquanto na Alemanha o limite ao investimento é de €1.000 por oferta para os investidores não qualificados (a não ser que tenham rendimento superior a €100.000, caso em que o limite

---

<sup>55</sup> Cfr. CE, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Estratégia para o Mercado único Digital na Europa*, 2015, p. 3 e 4.

<sup>56</sup> Cfr. CE, *Commission Staff Working Document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 2016.

<sup>57</sup> Alertando para este problema, V. Luís Guilherme Catarino, op. cit., p. 54.

passa para €10.000<sup>58</sup>), no caso italiano o limite é já de €1.000 por oferta<sup>59</sup>, sendo que em Espanha o regime segue os mesmos trâmites que o regime português. Logo, para os investidores *não acreditados* (não qualificados), o limiar é €3.000 por projeto, tendo que respeitar-se o limite máximo de €10.000 por ano.

Assim, apesar de estes regime partirem dos mesmos valores e objetivos, a verdade é que a sua adaptação à regulamentação nacional bem como às especificidades do seu mercado interno, torna incomportável a criação de um mercado único de capitais<sup>60</sup>. Nesta medida, mais do que desenvolver uma análise profunda de direito comparado, colocando em confronto os diferentes regimes de *crowdfunding* nos vários EM, o que nos importa demonstrar é o impacto desta disparidade que contribui para a criação de insegurança, instabilidade e restringe o desenvolvimento do *crowdfunding* no espaço europeu<sup>61</sup>, colidindo com o seu propósito de estímulo à inovação e crescimento económico.

Neste sentido, e tendo em conta o papel desenvolvido pela CE, em 2018, no seu *Plano de Ação para a Tecnologia Financeira: rumo a um setor financeiro europeu mais competitivo e inovador*, foi dado a conhecer o propósito subjacente à criação de uma União dos Mercados de Capitais<sup>62</sup>.

---

<sup>58</sup> Cfr. João Vieira dos Santos, *op. cit.*, p. 326.

<sup>59</sup> Cfr. CE, *Commission Staff Working Document*, *op. cit.*

<sup>60</sup> Cfr. *Ibidem*: *as demonstrated in this report, to promote the growth of crowdfunding and appropriately protect investors, EU Member States have put in place a range of measures to regulate crowdfunding – either using the EU legislative framework where appropriate or via national regimes. These national frameworks are broadly consistent in terms of the objectives and outcomes they seek to achieve, but are tailored to local markets and domestic regulatory approaches*, p. 31.

<sup>61</sup> Além da falta de harmonização, não podemos esquecer que, com o *Brexit*, o mercado de *crowdfunding* saiu enfraquecido: *Na Europa, só no ano de 2020, as plataformas de crowdfunding terão angariado cerca de 10 mil milhões de euros, contribuindo o Reino Unido com cerca de 80% desta cifra*, V. José Borges Guerra – *Crowdfunding, um milagre à espera de acontecer* in *Vida judiciária*, maio/junho 2021, p. 34. *E, Brexit has likely contributed to pushing the EU to facilitate the passporting of crowdfunding activities in order to attract business from the UK (the biggest market of alternative finance in Europe), but at the same time also contributed, with its uncertainty about the regulatory treatment of financial services to the slowness of the legislative process (...) in: Eugenia Macchiavello, «The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing» in Europe: the “Crowdfunding Nature” Dilemma – (forthcoming in European Business Law 2021 – updated July 2020), 2020.*

<sup>62</sup> *Um grande número de participantes na consulta sobre tecnologias financeiras salientaram que as atividades de financiamento colaborativo baseadas em investimentos ou em crédito e empréstimos deviam beneficiar de um quadro regulamentar da UE sólido e proporcionado (...) Onze Estados-Membros já adotaram regimes específicos para estas atividades que são frequentemente divergentes, o que impede o desenvolvimento de um mercado único para os serviços de financiamento colaborativo* in: CE, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de Ação para a Tecnologia Financeira: rumo a um setor financeiro europeu mais competitivo e inovador*, 2018, p. 6.

O propósito seria, então, o *de evitar a arbitragem regulatória (...)* [e] *criar um level-playing field para a prática destas atividades ao nível da União*<sup>63</sup>, tendo surgido neste âmbito a proposta da CE para um regulamento relativo aos prestadores europeus de serviços de FC: o Regulamento UE, que entrou em vigor no dia 10 de novembro de 2021.

Com esta nova regulação foram estabelecidas regras uniformes que contribuiriam para a eliminação de alguns dos constrangimentos supra referidos<sup>64</sup>, tais como regras que definem os requisitos e autorizações necessárias para a prestação dos serviços de *crowdfunding*; funcionamento das plataformas; deveres dos vários sujeitos, mecanismos de proteção; transparência, entre outros, que analisaremos de seguida. Fica, no entanto, por avaliar, se este avanço legislativo foi, ou não, decisivo na estruturação do *crowdfunding* no espaço europeu tendo contribuído para superar algumas das fragilidades já elencadas.

#### **4. O Regulamento UE: uma nova era no desenvolvimento do *crowdfunding*?**

##### 4.1. O seu âmbito de aplicação e os principais aspetos do novo regime europeu:

O novo Regulamento UE, através da criação de um regime unitário de *crowdfunding*, abriu as portas a uma nova realidade que impactou com a estrutura e dinâmica desta modalidade de financiamento, tal como a analisámos até agora. Assim, através de uma regulação mais abrangente e eficaz, superaram-se alguns problemas relativos à prestação transfronteiriça de serviços de FC e a expansão e desenvolvimento do *crowdfunding* foi ganhando espaço, sem esquecer a necessária proteção dos titulares dos projetos e dos investidores<sup>65</sup>, enquanto elemento crucial para o funcionamento deste mecanismo.

---

<sup>63</sup> Cfr. Miguel Rodrigues Leal, *O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (CROWDFUNDING)* in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 55, 2021, p. 99.

<sup>64</sup> No art 1º Regulamento UE determina-se logo que este regulamento *estabelece requisitos uniformes relativos à prestação de serviços de financiamento colaborativo*. Assim, e tendo em conta as diferenças dos vários regimes nacionais de *crowdfunding*, nos termos do art 48º do mencionado Regulamento UE este regime substitui-se aos regimes nacionais que versem sobre os mesmos serviços estabelecendo, para o efeito, um período transitório que decorreu até 10 de novembro de 2022, para que as entidades que prestam este serviço se possam adaptar às novas exigências.

<sup>65</sup> *Such regime tries to find a difficult compromise between investor protection and financial inclusion/innovation as well as between EU and national regimes (...)* while also reflecting the incertitude on the exact borders and nature of *crowdfunding* in: Eugenia Macchiavello, *What to Expect When You Are Expecting a European Crowdfunding Regulation: The Current 'Bermuda Triangle' and Future Scenarios for Marketplace Lending and Investing*, in Europe European Banking Institute Working Paper Series – no. 55, 2019, p. 14.

Posto isto, começando agora por definir o que se entende por serviços de *crowdfunding*, ao abrigo do novo Regulamento UE, nos termos do seu art 2.º, estes consistem *em fazer corresponder os interesses dos investidores e dos promotores de projetos em matéria de financiamento de entidades, através da utilização de uma plataforma de financiamento colaborativo*.

Trata-se, portanto, de um serviço de *intermediação de interesses entre investidores e beneficiários*<sup>66</sup>, que inclui as atividades referidas no art 2.º, n.º 1, al a), sub-al i) e ii), isto é, a facilitação da concessão de empréstimos<sup>67</sup>; a colocação sem garantia de VM e instrumentos admitidos para efeitos de FC<sup>68</sup> e, ainda, a receção e transmissão de ordens de clientes relativas a esses VM ou instrumentos.

Assim, e em linha com o propósito de criação de uma União de Mercado de Capitais, apenas estão abrangidas por este Regulamento UE as modalidades de *crowdfunding* de capital e por empréstimo, onde encontramos os maiores riscos para os investidores<sup>69</sup>. No entanto, também aqui se verificam algumas limitações, sendo necessário delimitar o âmbito de aplicação deste regime.

Desde logo, na concessão de empréstimos fica excluída a figura do crédito ao consumo, uma vez que se excecionam deste Regulamento UE os serviços de *crowdfunding* prestados por promotores de projetos que sejam consumidores<sup>70</sup>. Além disso, também na colocação dos VM<sup>71</sup> só estão abrangidos os que são suscetíveis de negociação no mercado de capitais, cfr. art 2.º, n.º 1, al m) do Regulamento UE, que remete para o art 4.º, n.º 1, ponto 44, da DMIF II, sendo que na colocação de outros instrumentos, seguindo uma

---

<sup>66</sup> Cfr. João Vieira dos Santos, ob, cit., p. 330

<sup>67</sup> Note-se que com base no considerando n.º 11 do Regulamento UE, que desenvolve esta atividade, esta atividade de facilitação da concessão de empréstimos deverá distinguir-se da atividade de uma instituição de crédito, que concede créditos por conta própria e recebe do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis.

<sup>68</sup> Nos termos referidos no Anexo I, secção A, ponto 7 da DMIF II.

<sup>69</sup> Esta opção legislativa, ainda que se perceba, desconsidera, em nossa opinião e à semelhança do que também já acontecia no regime nacional, as especificidades de cada uma destas modalidades, bem como os riscos que cada uma comporta. Neste sentido: Eugenia Macchiavello, ob cit, p. 9 e 10: *considering the differences between LBC and IBC in terms of markets and models as well as applicable rules, partially differentiated rules would have appeared reasonable*. Para uma análise dos riscos específicos do *crowdfunding* de capital, tais como ausência de mercado secundário, v. Inês Dias Lopes, ob. cit.

<sup>70</sup> O art 1.º, n.º 2, al a) ao remeter para a Diretiva 2008/48/CE introduz um conceito de consumidor enquanto pessoa singular que atua com fins alheios às suas atividades comerciais ou profissionais.

<sup>71</sup> Note-se que, quanto ao *equity crowdfunding* esta é uma modalidade que necessita de escala. *Não só é benéfico que as plataformas estejam presentes em vários países, o que incentiva o lançamento de novas plataformas e fomenta a concorrência (...) como as empresas certamente beneficiarão de capital estrangeiro*. V. Luís Roquete Geraldes / Francisca Seara Cardoso, *Uma revolução chamada crowdfunding*, in IV Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2016, p. 511.

lógica mais abrangente, podemos encontrar as participações em sociedades de responsabilidade limitada, em específico, as que não estejam sujeitas a restrições que impeçam a sua transferência<sup>72,73</sup>.

Além disto, e uma vez que o *crowdfunding* comunga com os *ambientes fortemente regulados das atividades financeiras tradicionais*<sup>74</sup> a necessidade de impedir a sobreposição de regimes jurídicos, levou também à delimitação desta figura das restantes atividades reguladas, estabelecendo claras diferenças entre o *crowdfunding* e a realização de ofertas públicas de VM<sup>75</sup>, bem como das atividade de intermediação financeira<sup>76</sup>.

Neste sentido, e uma vez que corresponde ao *limiar utilizado pela maioria dos Estados-Membros para isentarem as ofertas de valores mobiliários ao público da obrigação de publicação de um prospeto*<sup>77</sup>, este Regulamento UE é apenas aplicável às ofertas de financiamento que, ao longo de um período de 12 meses, não excedam os € 5.000.000, nos termos definidos no art 1.º, n.º 2, al c) do Regulamento UE.

Atentando, agora, às restantes especificidades introduzidas por este regime para a prestação das atividades abrangidas no seu âmbito de aplicação, nos termos do art 1.º deste regime, estabelecem-se os *requisitos uniformes relativos à prestação de serviços de*

---

<sup>72</sup> Mais desenvolvidamente, em relação à admissibilidade das quotas: João Vieira dos Santos, *Financiamento colaborativo e sociedades por quotas*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano XIII, número 2, 2021, p. 177-197.

<sup>73</sup> Note-se que a adoção de um regime restritivo teria perpetuado as diferenças entre os vários EM na identificação de quais os valores mobiliários e quais os instrumentos financeiros em causa. V. Eugenia Macchiavello, ob cit, P. 11 e 12.

<sup>74</sup> Cfr. Miguel Rodrigues Leal, op cit, p. 100

<sup>75</sup> Isentam-se da obrigação de publicação do Prospeto nos termos do art 3º, n.º 2, al b) Regulamento dos Prospetos e do art 109.º, n.º 4 CVM, as ofertas de valores mobiliários iguais ou inferiores a € 8.000.000. Assim, e estabelecendo o novo Regulamento Europeu um limite de € 5.000.000, a desnecessidade de apresentação de prospeto fica aqui esclarecida e o regime delimitado. Note-se que antes da alteração ao CVM pela Lei 99-A/2021 de 31 de dezembro existia uma sobreposição do regime das ofertas públicas com o RJFC no caso das ofertas não dirigidas apenas aos investidores profissionais e no valor de € 5.000.000, uma vez que o CVM apenas excecionava do regime das ofertas públicas aquelas que fossem inferiores a € 5.000.000. Desenvolvendo este ponto: João Vieira dos Santos, op, cit, p. 347-350.

<sup>76</sup> Nos termos do art 289º do CVM, a atividade de *crowdfunding* pode implicar a prática de atividades de intermediação financeira, sendo que o art 10º, n.º 2 RJFC determina que a emissão de instrumentos financeiros deve ser feita por intermediário financeiro. No entanto, com a entrada em vigor do novo Regulamento, que isenta a aplicação da DMIF II aos prestadores de serviços de *crowdfunding*, o regime da intermediação financeira do CVM deixou de ser aplicável aos prestadores de serviços de *crowdfunding*, cfr. art 289.º, n.º 3 al l) do CVM, com a alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 56/2021 de 30 de junho. Para mais desenvolvimentos, v. João Vieira dos Santos (2022), p. 350-354.

<sup>77</sup> Considerando n.º 16 do Regulamento UE. Nos termos do art 49º permitiu-se ainda que os EM que estabeleceram valores inferiores a € 5.000.000 nos termos do Regulamento do Prospeto, possam manter esses valores por um período de 24 meses, a contar de 10 de novembro de 2021, aplicando-se o presente Regulamento UE às ofertas de *crowdfunding* cujo valor não ultrapasse esse limiar.

*financiamento colaborativo em matéria de organização, autorização e supervisão*, que veremos, sucintamente, de seguida.

Começando pela necessidade de autorização, nos termos do art 3.º, n.º 1 do Regulamento UE, os serviços de *crowdfunding* abrangidos pelo mesmo, referidos *supra*, apenas poderão ser prestados se a entidade em causa (pessoa coletiva sediada na UE<sup>78</sup>) obtiver uma autorização para o efeito, mediante apresentação de um pedido como prestador de serviços de *crowdfunding*, com observância pelos requisitos constantes do art 12.º do Regulamento UE.

Nestes termos, o pedido de autorização deve ser submetido junto da autoridade designada por cada EM<sup>79</sup>, nos termos do art 29.º do mesmo diploma, devendo constar da respetiva autorização a especificação dos serviços de FC que o prestador de serviços está autorizado a prestar, cfr. art 13.º do Regulamento UE.

Assistimos, portanto, à determinação de um procedimento unitário que reparte, agora, a responsabilidade entre as autoridades nacionais e europeias, as primeiras, responsáveis pelo processo de autorização e supervisão, e as segundas, responsáveis pela manutenção do registo centralizado, nos termos do art 14º do Regulamento UE.

Além disso, este é um regime que prima, ainda, pela simplificação e desburocratização, uma vez que, p.e. dispensa a qualquer entidade que já detenha uma autorização emitida ao abrigo do direito europeu (nomeadamente, ao abrigo da DMIF II ou da legislação nacional) que preste informações ou apresente documentos que já tenham sido requeridos, desde que garanta que as informações ou documentos sejam acessíveis à autoridade competente e os documentos se mantenham atualizados, nos termos do art 12º, n.º 14 do Regulamento UE.

Seguindo esta lógica, também o art 1º, n.º 3 impede que os EM prevejam autorizações adicionais enquanto instituições de crédito aos prestadores de serviços de *crowdfunding*, aos investidores ou aos promotores de projetos, bem como qualquer outra autorização, isenção ou dispensa a título individual aos promotores dos projetos, no que toca à

---

<sup>78</sup> Os prestadores de serviços de *crowdfunding* têm necessariamente que ser pessoas coletivas, nos termos do art 2º, n.º 1, al e) e art 3º, n.º 1 do Regulamento da UE.

<sup>79</sup> Paralelamente a esta autorização foi ainda criado pela ESMA um registo a nível europeu, onde constam todos os prestadores de serviços de *crowdfunding*, cfr. Art 14º Regulamento UE.

aceitação de fundos, ou, em relação aos investidores, que concedam aos promotores empréstimos facilitados pelos prestador de serviços de *crowdfunding*.

Ficamos, assim, perante um processo que se torna mais claro na sua aplicação, mais transparente e, ainda, mais perceptível para todos aqueles que a ele recorrem, o que tem vantagens para a utilização deste mecanismo. No entanto, e como já fizemos notar, ainda que em vários pontos do regime o objetivo seja a simplificação, o processo de autorização, conforme consta do art 12.º é ainda bastante complexo, contendo exigências que, apesar de perceptíveis poderão ser, em alguns casos, demasiado detalhadas e até desproporcionais.

#### 4.2.O (novo) papel dos prestadores de serviços de *crowdfunding*: os seus deveres e atribuições.

Com o novo Regulamento UE, passamos, desde logo, a ter um novo sujeito neste mecanismo: o prestador de serviços de FC que, para efeitos deste regime, segundo o art 2º n.º 1 al e), é uma pessoa coletiva que presta serviços de FC. Assim, estes sujeitos que, na prática, equivalem às entidades gestoras das plataformas, assistem agora a uma ampliação das suas atribuições e competências, ficando sujeitos ao cumprimento de novos mecanismos de supervisão<sup>80</sup>, bem como a novos requisitos prudenciais, constantes do art 11º do Regulamento UE, com vista à salvaguarda da sua solvabilidade e, conseqüentemente, à criação de um regime robusto e seguro para todos os seus participantes.

Assim, como veremos, o típico papel de mediação, essencialmente neutro e apenas com o propósito de garantir um encontro entre os investidores e beneficiários que incumbia a estes prestadores de serviços passa a agora a ser um papel mais ativo e que envolve, inclusive, o desempenhando de funções *típicas da atividade de consultoria de investimento*<sup>81</sup>. Assim, p.e, nos termos do art 3º n.º 4 Regulamento UE os prestadores de serviços passam agora a poder propor projetos a investidores com base em certos parâmetros de risco específicos, escolhidos pelos investidores e com base na sua decisão de investimento expressa.

---

<sup>80</sup> Segundo o art 15º Regulamento UE, a supervisão é confiada às autoridades nacionais de cada EM, devendo os prestadores de serviços de FC cumprir com os seus deveres de informação, nos termos do art 16.º do mesmo diploma.

<sup>81</sup>Cfr. Miguel Rodrigues Leal, op. cit., p. 105.

Além disso, passa também a ser possível a prestação de serviços de gestão individual de carteiras de empréstimos<sup>82</sup>, passando os prestadores de serviços de *crowdfunding* a poder afetar um montante pré-determinado de fundos de um investidor a certos projetos, com base num mandato individual conferido pelo mesmo, segundo o art 2º, n.º 1, al c) do Regulamento UE. Neste, devem constar os termos da prestação de serviços, nomeadamente, a taxa de juro mínima e máxima a pagar, data de vencimento pretendida, distribuição de risco aplicável, entre outros<sup>83</sup>, desde que, dois dos critérios do art 6º, n.º 1 do Regulamento UE estejam sempre incluídos.

Neste caso, a atuação do prestador de serviços de FC não depende de uma decisão de investimento expressa do investidor, podendo os prestadores de serviços *agir de forma discricionária em nome dos seus investidores no respeito dos parâmetros acordados*, segundo o art 3º n.º 5 do Regulamento UE. Esta discricionariedade é, porém, limitada e encontra-se balizada pelos termos constantes do mandato individual conferido pelos investidores, bem como pelos deveres que incumbem aos prestadores de serviços de FC.

Com base nesses deveres, os referidos prestadores de serviços devem analisar o risco de crédito dos projetos e manter a comunicação com os investidores, disponibilizando-lhes informações sobre a sua carteira de empréstimos, nomeadamente, os empréstimos que a compõem; processo de execução do mandato; data de vencimento; categoria de risco, pagamento dos juros; reembolso do capital e eventuais incumprimentos por parte do promotor do projeto, entre outros, constantes do art 6º n.º 4 do Regulamento UE.

Por fim, e acompanhando, ainda, esta postura mais ativa<sup>84</sup>, os prestadores de serviços de FC têm ainda a possibilidade de determinar, em certos casos e perante o cumprimento

---

<sup>82</sup> Segundo o considerando n.º 20 do Regulamento UE, os processos automatizados de investimento (autoinvestimento) incluem-se também nos serviços de gestão individual de carteiras de empréstimos, em que os fundos são automaticamente atribuídos pelo prestador de serviços de FC aos projetos de *crowdfunding*, com base nos indicadores de risco determinados pelo investidor.

<sup>83</sup> Note-se que para os prestadores de serviços de *crowdfunding* fornecerem estes dados será necessário estabelecer um processo definido, bem como critérios que considerem os fatores potencialmente desfavoráveis ao desempenho dos empréstimos e que permitam aos prestadores de serviços avaliar o risco de crédito dos projetos selecionados para a carteira do investidor, o risco de crédito ao nível da carteira do investidor e ainda o risco de crédito dos promotores de projetos, como definido nos termos do art 6º, n.º 2 Regulamento UE.

<sup>84</sup> Apesar da amplitude atribuída aos prestadores de serviços de FC, estes encontram algumas limitações, permanecendo vedada a atividade de gestão de carteiras de investimentos, consultoria em matéria de investimento, serviços bancários e de pagamento, nos termos o art 10º do Regulamento UE. A prestação de serviços de guarda de ativos e de serviços de pagamento, está excluída da autorização atribuída aos prestadores de serviços nos termos do art 12.º, ficando dependente de autorização própria.

dos requisitos referidos no art 4º, n.º 4 do Regulamento UE, o preço de uma oferta de *crowdfunding*.

Assim, e à medida que se atribui uma maior liberdade a estes prestadores de serviços, aumenta, igualmente (ou idealmente), a sua responsabilidade. Além de deverem atuar de forma honesta, equitativa e profissional, atendendo aos interesses dos seus clientes, (art 3º, n.º 2 do Regulamento UE<sup>85</sup>), os prestadores de serviços de *crowdfunding* passam ainda a ter que exercer um nível mínimo de diligência relativamente aos promotores de projetos, devendo verificar, desde logo, a sua idoneidade, nos termos do art 5º do Regulamento UE. Não obstante, este dever de *due diligence* mostra-se, porém, insuficiente, uma vez que, como resulta do referido artigo, este é verdadeiramente mínimo, limitando, nesses termos, a responsabilidade dos prestadores de serviços de FC.

Além disso, estes prestadores de serviços estão ainda adstritos ao cumprimento de uma série de regras que visam salvaguardar, entre outros, a sua gestão eficaz e prudente, segundo o art 4.º; a prevenção de conflitos de interesses, no art 8.º; o cumprimento de certos requisitos prudenciais, no art 11.º, e ainda, o tratamento de queixas de clientes, nos termos do art 7.º, todos do Regulamento UE.

Em específico, quanto às regras relativas aos conflitos de interesses, importa notar que passamos a ter um regime menos limitador quando comparado com o RJFC ou com o Regulamento CMVM<sup>86</sup>. Agora, permite-se que os sócios dos prestadores de serviços de FC com participação no capital igual ou superior a 20%, os membros do órgão de gestão, trabalhadores, ou pessoas que se encontrem em relação de controlo com qualquer um destes, possam participar nos projetos de *crowdfunding* disponibilizados nas respetivas plataformas<sup>87</sup>, ainda que permaneça vedada a participação direta dos prestadores de serviços de *crowdfunding* nos mesmos.

---

<sup>85</sup> Estes deveres coincidem com os deveres aplicáveis aos intermediários financeiros, consagrados no art 24.º, n.º 1 da DMIF II.

<sup>86</sup> Para o efeito, v. art 11.º e 21.º RJFC e, em especial, o art 11º do Regulamento CMVM, que regula e determina que as entidades gestoras de plataformas eletrónicas de FC devem assegurar que os seus titulares, membros membros do órgão de administração ou gestão, dirigentes e trabalhadores não participam das ofertas disponibilizadas nas respetivas plataformas..

<sup>87</sup> Ainda que continue a ser vedado às respetivas plataformas participarem nas ofertas de *crowdfunding*, esta abertura do regime vai ao encontro do defendido por Vasco Costa, determinando que *a participação pelas plataformas dos financiamentos ou investimentos divulgados no portal, desde que devidamente publicitada e sujeita a determinados limites, poderá consistir numa forma útil de guiar e orientar as escolhas do público a favor dos projetos de maior qualidade*. V. COSTA, Vasco. Op. cit., p. 30.

#### 4.3. Os mecanismos de proteção dos investidores:

Com o Regulamento UE, além da criação de regras harmonizadas de proteção aplicáveis a todos os investidores, pretendeu-se ainda dar a este tema um merecido lugar de destaque, reservando-se um capítulo específico para o seu desenvolvimento – o capítulo IV – sobre o qual versará a nossa análise. Assim, e começando por perceber quem são, para efeitos da nossa análise, os investidores de *crowdfunding* referidos no Regulamento UE, é importante notar que o legislador europeu, com o intuito de assegurar uma proteção adequada às características e conhecimentos de cada investidor<sup>88</sup>, agrupou os mesmos em duas categorias: sofisticados e não sofisticados<sup>89</sup>, e desenhou para cada um deles diferentes níveis de proteção.

Assim, entre os investidores sofisticados temos, segundo o art 2.º, n.º 1, al j) do Regulamento UE, os investidores profissionais, pessoas singulares ou coletivas, incluídas no anexo II da DMIF II, bem como os que, a pedido, sejam tratados como investidores sofisticados, desde que o prestador de serviços de FC com isso concorde e se cumpram os requisitos constantes do Anexo II do presente Regulamento UE.

Estes investidores sofisticados encontram-se inseridos nesta categoria, uma vez que, em qualquer dos casos se entende, em observância ao disposto no Anexo II do Regulamento UE, que os mesmos estão conscientes dos riscos associados ao seu investimento, e detêm os recursos adequados para assumir os seus riscos sem que isso os exponha a grandes e relevantes consequências a nível financeiro. Por esta ordem de ideias, estes investidores, que se encontram já por si protegidos, com base no seu conhecimento ou estabilidade financeira, dispensam, portanto, a sujeição ao cumprimento dos principais mecanismos de proteção constantes do Regulamento UE, como veremos.

Desta forma, sempre que um investidor solicite o seu tratamento como investidor sofisticado, o papel do prestador de serviços de FC revela-se fundamental na advertência ao mesmo quanto à já referida perda de proteção. Ainda assim, feito o pedido pelo investidor, o prestador de serviços só poderá recusar o mesmo caso existam *dúvidas razoáveis* quanto à exatidão das informações prestadas, nos termos do Anexo II, ponto II

---

<sup>88</sup> Neste sentido, veja-se o considerando n.º 42 do Regulamento UE.

<sup>89</sup> Estes termos são usados exclusivamente neste diploma, sendo que nos restantes regimes, p.e, na DMIF II, a categorização passa por: investidores profissionais e investidores não profissionais. Ainda assim, estas categorias são equiparáveis às que constam da DMIF II. Estabelecendo as suas diferenças, v. Joseph Lee, «Investor Protection on Crowdfunding Platforms» in *The EU Crowdfunding Regulation* (coord. Pietro Ortolani, Marije Louisse), Oxford University Press, New York, 2021, p. 8

do Regulamento UE, o que leva à aplicação de um regime de proteção menos garantístico para os investidores, sem sequer especificar o que se entende por *dúvidas razoáveis*.

Por fim, e quanto aos investidores não sofisticados<sup>90</sup>, nos termos do art 2.º, n.º 1 al k) do mesmo diploma, o regime limita-se a determinar, *a contrario sensu*, que estes são todos aqueles que não sejam qualificados como investidores sofisticados detendo, conseqüentemente, um conhecimento e experiência menor e insuficiente. Dessa forma, estes têm direito a receber informações adicionais, nomeadamente, relativas ao risco subjacente ao seu investimento, estando ainda sujeitos à realização de uma prova de conhecimentos para a sua admissão, nos termos do art 21º do Regulamento UE, entre outros aspetos, que veremos *infra*.

Assim, percebemos então que a qualificação destes investidores como sofisticados ou não sofisticados tem um impacto relevante na estruturação deste regime, bem como na sujeição dos mesmos a alguns mecanismos de proteção consagrados no Cap IV. do Regulamento UE.

Passando, agora, a uma análise mais detalhada do regime, começando pelos deveres gerais de informação que impendem sobre os prestadores de serviços de FC, estes encontram-se consagrados no art 19º do Regulamento UE e visam essencialmente dotar os investidores e promotores de informações corretas, claras e acessíveis<sup>91</sup>. Trata-se, no fundo, de um mecanismo de proteção que, neste caso, cria deveres para os prestadores de serviços de *crowdfunding*, com vista à salvaguarda dos investidores, garantindo que os mesmos são alertados acerca dos riscos associados aos serviços de FC, assim se contribuindo para um regime seguro e de confiança, essencial para que qualquer investidor consiga decidir acerca do investimento a realizar.

Além deste mecanismo, também nos termos do art 20º do Regulamento UE, os prestadores de serviços de *crowdfunding* que prestem serviços de facilitação da concessão de empréstimos devem divulgar a taxa de incumprimento dos projetos de FC oferecidos nas suas plataformas, bem como publicar uma declaração de resultados no final de cada

---

<sup>90</sup> Analisando a diferença de tratamento entre os investidores sofisticados e não sofisticados, v. *idem*, *ibidem*, p. 7.

<sup>91</sup> A informação deve ser disponibilizada no sítio *Web* da plataforma de FC, segundo o art 19º, n.º 5 Regulamento UE.

exercício financeiro indicando, entre outros, a taxa de incumprimento dos empréstimos facilitados pelo prestador de serviços de FC<sup>92</sup>, nos termos do n.º 1, al b) do mesmo art.

Aqui, ainda que o objetivo seja facilitar a comparação do desempenho entre os vários prestadores de serviços<sup>93</sup> e, conseqüentemente, contribuir para guiar o investidor no seu processo de decisão sinalizando tendências, este mecanismo é, em nossa opinião, falível e contrário à lógica do *crowdfunding*.

Ora, se os promotores dos projetos são, em regra, pequenas empresas, ou empresas numa fase inicial de desenvolvimento, será normal ou justificável o seu incumprimento em certas circunstâncias, p.e, por uma questão de conjuntura de mercado, um acontecimento insuscetível de ser evitado ou uma atitude descuidada e negligente do promotor do projeto<sup>94</sup>. Em qualquer destes casos, ainda que os referidos acontecimentos correspondem, de facto, ao incumprimento dos promotores dos projetos, o conhecimento de cada uma destas razões podia levar à tomada de decisões de investimento diferentes, desempenhando este conhecimento um papel fundamental no processo de decisão do investidor, principalmente nos casos de investidores menos aversos a riscos e menos experientes.

Passando, agora, à análise do art 21º do Regulamento UE, ponto central neste regime de proteção, verificamos desde logo, que o mesmo é apenas aplicável aos investidores não sofisticados, o que evidencia, novamente, o seu diferente tratamento.

Aqui, podemos encontrar três formas distintas de proteção i) a prova de conhecimentos para admissão dos investidores (*entry knowledge test*), ii) a simulação da capacidade de suportar perdas e iii) medidas que evitam uma sobre-exposição do investidor ao risco, perante determinadas circunstâncias<sup>95</sup>.

Começando pela prova de conhecimentos ou teste de adequação, segundo o art 21º, n.º 1 do Regulamento UE, os prestadores de serviços de FC devem, antes de facultar aos potenciais investidores não sofisticados pleno acesso aos projetos constantes nas suas

---

<sup>92</sup> Como resulta do art 20º, n.º 3 Regulamento UE, as taxas de incumprimento são calculadas com base numa metodologia definida pela ESMA. Cfr. ESMA, 2021, *Consultation Paper Draft technical standards under the ECSP Regulation*, Annex VII (Draft RTS pursuant to Article 20(3) of the ECSPR, in: [esma35-36-2201\\_cp - ecspr technical standards.pdf \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-material/consultation-papers-and-technical-standards/esma35-36-2201_cp_-_ecspr_technical_standards.pdf) , p. 112-117.

<sup>93</sup> Cfr. Idem, *ibidem*: *The standardization of the calculation of default rates will facilitate the comparison of the performance of crowdfunding service providers and of loans offered on crowdfunding platforms*, in: ESMA, 2021, *Consultation Paper Draft technical standards under the ECSP Regulation*, p. 112.

<sup>94</sup> Referindo resumidamente, estes exemplos: Joseph Lee, op. cit., p. 12.

<sup>95</sup> Referindo, também, esta estrutura tripartida v. Joeri De Smet e Veerle Colaert, op. cit., p.4

plataformas, avaliar se os serviços oferecidos aos mesmos são adequados. Trata-se, então, de um dever que incumbe aos prestadores de serviços e que opera numa fase muito inicial do processo de decisão dos investidores, fase essa em que nem sequer estão reunidas as condições para os mesmos decidirem sobre o investimento a realizar, não lhes tendo sido sequer facultado o acesso à plataforma de FC.

Assim, a avaliação realizada nos termos do art 21º, n.º 1 do Regulamento UE é totalmente abstrata e genérica e parte de uma análise dos serviços oferecidos pelas plataformas que é alheia às especificidades do projeto objeto de investimento.

Entre as informações que devem ser tidas em conta pelos prestadores de serviços de FC, incluem-se, desde logo, as informações relativas à sua experiência, objetivos de investimento e situação financeira, bem como uma análise da compreensão do risco inerente ao investimento, tendo *por base o investimento em geral e o risco associado aos tipos de investimento oferecidos na plataforma*, nada se dizendo, novamente, quanto ao investimento específico num determinado projeto, a realizar pelo investidor, como se comprova pelo artigo 21º, n.º 2 do Regulamento UE.

Entre estas informações, o investidor deverá ainda fornecer ao prestador de serviços de FC a informação acerca de eventuais investimentos realizados anteriormente, em quaisquer das atividades abrangidas pelo Regulamento UE, bem como a sua compreensão dos riscos envolvidos nas mesmas e a sua experiência profissional no investimento em *crowdfunding*. Trata-se, portanto, de uma avaliação que é bastante densa, e que implica que estes prestadores de serviços atuem cuidadosamente, assegurando que a informação recolhida é fiável, ficando esta sujeita a revisão de dois em dois anos, segundo o art 21º, n.º 3 Regulamento UE.

Assim, será com base nesta informação que os prestadores de serviços de FC conseguirão, depois, avaliar *se e quais serviços de financiamento colaborativo oferecidos são adequados para os potenciais investidores não sofisticados*, nos termos do art 21º, n.º 1 do Regulamento UE. No entanto, e se a informação referida *supra*, fornecida pelos investidores, levar os prestadores de serviços de *crowdfunding* a concluir que, com base na mesma, os conhecimentos, competência e a experiência profissional do investidor não sofisticado é insuficiente, o que acontece? E nos casos em que não é prestada qualquer informação?

Neste caso, a lei é muito clara e atribui uma mesma solução a estes dois casos, ainda que substancialmente distintos. Assim, segundo o art 21º, n.º 4 do Regulamento UE, esta questão resolve-se com uma mera advertência de risco, onde se especifica que os serviços prestados na plataforma podem não ser adequados, fazendo-se ainda menção ao eventual risco de perda total do montante investido. Perante esta advertência, os investidores não sofisticados devem declarar expressamente que a receberam, ficando conscientes da possibilidade de perda da totalidade do montante investido e assumindo, mais uma vez, o risco do seu investimento.

Esta opção, totalmente infundada é, em nossa opinião, contraproducente e contrária aos vários propósitos do regime do *crowdfunding*, colocando na esfera dos investidores, que carecem de proteção, a decisão sobre se pretendem, ou não, prestar informações que se revelam essenciais para que os prestadores de serviços de FC possam aferir acerca da adequação do investimento a realizar. Ora, se este mecanismo de proteção foi pensado para investidores não sofisticados, como é que se justifica que, perante os mesmos, com menos conhecimento e experiência, seja suficiente uma mera advertência de risco? De facto, esta é uma opção legislativa que não se percebe e ainda que a solução não passe, em nossa opinião, por vedar o acesso dos investidores ao mercado de *crowdfunding*, estes deviam, ainda assim, ficar adstritos ao cumprimento destes deveres, não cabendo aos mesmos decidir acerca da sua oportunidade<sup>96</sup>.

Desta feita, o art 21º, n.º 4, consagra, então, uma mera aparência de proteção, sem que daí decorra qualquer obrigação para os investidores, tendo esta norma apenas um único efeito útil que passa pela desresponsabilização dos prestadores de serviços de FC, uma vez que são os investidores que passam a assumir total responsabilidade pelo seu investimento.

Nesse sentido, torna-se então fundamental definir procedimentos concretos e objetivos, nos quais devem participar todos os investidores e, conseqüentemente, tomar medidas mais eficazes, suscetíveis de prosseguir, de forma adequada, um dos principais propósitos deste regime: a proteção dos investidores.

Prosseguindo a nossa análise do art 21º do Regulamento UE, o outro mecanismo de proteção aqui consagrado diz respeito à simulação e análise da capacidade de suportar

---

<sup>96</sup> Cfr. Joeri De Smet e Veerle Colaert, op. cit., p. 15.

perdas dos investidores, calculada com base em 10% do seu património líquido<sup>97</sup>, segundo o art 21º, n.º 5 do Regulamento UE.

Aqui, o limite estabelecido encontra-se nos 10% do património líquido sem, no entanto, existir qualquer justificação para a atribuição deste limiar, que desconsidera, mais uma vez, as especificidades dos investidores, pessoas singulares ou coletivas, bem como os projetos objeto de investimento, ignorando que o impacto de uma eventual perda depende de muitos fatores que são desconsiderados neste Regulamento UE<sup>98</sup>.

Além disso, esta simulação da capacidade de suportar perdas fica, na verdade, na responsabilidade do investidor, nada se determinando acerca do controlo da informação prestada, nem sequer sobre se os prestadores de serviços devem proceder a uma análise e avaliação da informação, sendo este passo facilmente deturpado pelo investidor.

Por fim, o art 21º do Regulamento UE estabelece ainda no seu n.º 7 que caso um investidor não sofisticado realize um investimento de montante superior ao limite definido de €1.000 ou o equivalente a 5% do seu património líquido este deve receber, por parte dos prestadores de serviços de FC, mais uma vez, uma advertência de risco, acompanhado do seu consentimento expreso ou, ao invés, comprovando que compreende o investimento e os riscos a ele inerentes<sup>99</sup>.

Assim, mais uma vez se percebe que, tanto neste caso como em qualquer outro referido nos termos do art 21º do Regulamento UE, não há qualquer pretensão de limitar o acesso ao *crowdfunding* por parte dos investidores não sofisticados. Ao invés, o que se pretende é dotar o regime de mecanismos eficazes e seguros, capazes de salvaguardar os investidores, dando-lhes acesso a informação clara, completa e verdadeira e alertando-os para o risco que esta atividade comporta<sup>100</sup>. Não obstante, os referidos mecanismos não são, porém, os mais adequados para a prossecução deste fim.

Além dos referidos mecanismos, o Regulamento UE acrescenta ainda, nos termos do art 22º n.º 3, um período de reflexão contratual de quatro dias com início na data da oferta

---

<sup>97</sup> Para proceder a este cálculo têm-se em consideração os rendimentos dos investidores,; os seus ativos, aí se incluindo os seus investimentos financeiros e depósitos em numerário e os seus compromissos financeiros, como dispõem as várias alíneas do artigo 21º, n.º 5 Regulamento UE.

<sup>98</sup> *The implication of such a loss for an individual investor still heavily depends on his/her investment objectives and horizon* in Joeri De Smet e Veerle Colaert, op. cit., p. 18.

<sup>99</sup> Para comprovar a sua compreensão do risco e investimento o investidor pode socorrer-se do teste da adequação, nos termos do artigo 21º, n.º 1 Regulamento UE.

<sup>100</sup> Determinando que estes mecanismos têm uma vertente educativa ensinando os investidores acerca dos riscos que esta atividade comporta, V. Joseph Lee, op. cit. p. 15.

de investimento ou da manifestação de interesse do potencial investidor, aplicável apenas aos investidores não sofisticados. Esta medida, apesar de ser já conhecida como um meio de tutela típico do investidor ganha, em nossa opinião, especial relevância quando pensada para o *crowdfunding*, uma vez que, neste caso, a facilidade do investimento – aceitação da oferta – ao bastar-se com um *click*, comporta um potencial de erro bastante elevado, justificando, assim, uma intervenção a este nível<sup>101</sup>.

Por fim, cumpre ainda analisar o regime relativo às fichas de informação sobre o investimento, nos termos do art 23º do Regulamento UE (*key investment information sheet*). Estas, semelhantes à IFIFC, são elaboradas pelo promotor do projeto e devem ser entregues pelos prestadores de serviços de FC aos investidores. Com base nesta ficha, deve ser prestada a informação constante do Anexo I ao Regulamento UE, nomeadamente, a informação sobre o projeto e os seus promotores; as principais características do processo de FC; as condições para angariação de capitais; os fatores de risco; os direitos dos investidores; a divulgação de informações relacionadas com empréstimos, bem como a informação constante do art 23º, n.º 5 do Regulamento UE.

Nos termos do artigo 23.º, n.º 11 os prestadores de serviços de FC devem ainda verificar a *completude, exatidão e a clareza das informações constantes da ficha de informação fundamental sobre o investimento*, o que evidencia novamente este novo papel do prestador de serviços de *crowdfunding*, agora com mais responsabilidades<sup>102, 103</sup>.

Além disto, para os casos de prestação de serviços de gestão individual de carteiras de empréstimos, há também especificidades, devendo os prestadores de serviços apresentar ao investidor uma ficha sobre o investimento ao nível da plataforma, de ontem constem as informações referidas no art 24º, n.º 1 do Regulamento UE.

Assim, se por um lado, nos termos do art 23.º os prestadores de serviços de *crowdfunding* atuam essencialmente como *gatekeepers* da informação, nos termos do art 24.º, a prestação de serviços de gestão individual de empréstimos, ao justificar uma intervenção

---

<sup>101</sup> Cfr. Joseph Lee, op, cit. p. 16

<sup>102</sup> Cfr. (...) *where requiring the ECSP to verify whether the information in the KIIS correspond to the truth, it would transform the crowdfunding provider in a gatekeeper with responsibilities and role close to the lead underwriter*, in: Eugenia Macchiavello, op. cit., p. 32.

<sup>103</sup> Note-se que apesar de desenvolverem um papel mais ativo, estes prestadores de serviços continuam, na prática, limitados ao básico e sem grande capacidade de escrutínio das informações recebidas. Pense-se, p.e, no disposto no art 23º Regulamento UE em que as plataformas, ao invés de se tornarem efetivamente responsáveis pela prestação da referida informação, apenas têm que verificar a completude e clareza da informação.

mais ativa do prestador de serviços, sem que nenhuma outra entidade consiga verificar a informação prestada, leva a ter que adotar um procedimento ligeiramente diferente obrigando, desde logo, à identificação das pessoas responsáveis pelas informações prestadas, incluindo uma declaração de responsabilidade a ser entregue pelo prestador de serviços de FC, nos termos do art 24º, n.º 1, al c) do Regulamento UE.

Neste último caso, não existe, portanto, qualquer tipo de controlo, sendo a entidade que presta a informação, a mesma que a controla. Também por esta razão não há paralelo no art 24.º, com o disposto no art 23º, n.º 12 do Regulamento UE, onde se estabelece que os prestadores de serviços devem, em caso de omissão, erro ou inexatidão, assinalar a mesma ao promotor do projeto que prontamente a deverá corrigir, sob pena de suspensão da oferta até à sua regularização.

Além disso, deve ainda notar-se que estas fichas continuam sem ser objeto de qualquer controlo por parte das entidades competentes, apenas se podendo exigir, segundo o art 23.º, n.º 14, uma notificação *ex ante* das autoridades competentes do EM pelo menos sete dias úteis antes da sua disponibilização aos investidores.

#### 4.4. O impacto da proteção dos investidores no crescimento do *crowdfunding*: uma apreciação crítica do atual modelo de proteção

O novo Regulamento UE trouxe importantes avanços que não podemos desconsiderar contribuindo para a aplicação de *regras comuns, coordenadas com as demais regras de origem europeia no domínio do mercado de capitais e das atividades de investimento*<sup>104</sup>. No entanto, o regime do *crowdfunding* continua, ainda assim, a ter algumas falhas, principalmente no que toca ao modelo escolhido de proteção dos investidores.

Desde logo, não se justifica que a diferença de tratamento entre investidores sofisticados e não sofisticados, face às consequências que acarreta, assente em critérios que não permitem adequadamente determinar se o investidor tem consciência dos riscos associados ao investimento ou capacidade para os assumir. Neste sentido, não há lugar, a título de exemplo, a uma avaliação adequada do investidor, ou do produto ou serviço

---

<sup>104</sup>Cfr. Miguel Rodrigues Leal, op. cit., p. 112

objeto de investimento, do risco que o seu investimento comporta, nem sequer do montante a ser despendido pelo investidor<sup>105</sup>.

Acresce que, para efeitos da qualificação do investidor como sofisticado, nos casos em que é submetido um pedido junto do prestador de serviços de FC<sup>106</sup>, este regime é, também, bastante facilitado, pressupondo o mero cumprimento de requisitos de ordem objetiva, bem como limitando as situações de recusa deste pedido aos casos de *dúvidas razoáveis quanto à exatidão das informações prestadas*. Neste sentido, isto implica que se deixem de parte muitíssimos investidores que careceriam, à partida, dessa proteção<sup>107</sup> o que, mais uma vez, desconsidera totalmente o propósito protetor no *crowdfunding*.

Além disso, e perante os vastíssimos deveres de informação que incumbem sobre estes prestadores de serviços de FC, estes mecanismos de proteção, além de deficitários, são ainda desproporcionais<sup>108</sup>, levando a que os prestadores de serviços de FC, de forma a mitigar o impacto deste regime e a reduzir os seus custos de *compliance*, procurem atuar com base em procedimentos automáticos que desconsideram, logicamente, a posição do investidor no *crowdfunding*.

Desta feita, assistimos então a um regime que apesar de aparentemente estruturado de forma a garantir aos seus investidores a máxima proteção, através do cumprimento de múltiplos deveres e divulgação de várias informações, se torna, depois, totalmente limitador na concretização deste propósito, estando estruturado de uma forma que incentiva, inclusive, a não prestação de informações por parte dos investidores, que não veem qualquer consequência nesta sua decisão.

---

<sup>105</sup> Contrariamente, fazendo depender a renúncia à proteção de uma avaliação adequada da *competência, experiência e conhecimento do cliente, realizada pela empresa de investimento que dê garantias razoáveis de que o cliente tem capacidade para tomar decisões de investimento e para compreender os riscos incorridos, tendo em conta a natureza das transações ou serviços previstos*. V. Anexo II, secção II, 3.º parágrafo da DMIF II.

<sup>106</sup> Note-se que este pedido tem em vista apenas o tratamento do investidor como sofisticado, não se prevendo neste regime a possibilidade, por exemplo, de um investidor sofisticado poder vir a ser tratado como não sofisticado, em caso de pedido.

<sup>107</sup> “*same risk, same rule*” should guide the legislator when dealing with financial regulation in general. *If crowdfunding investment is deemed rather risky, it is hard to see why more investors should have unfettered access to it or be able to waive protective measures than under MIFID II, which covers “ordinary” investment services and products*. in Joeri De Smet E Veerle Colaert, op. cit., p. 8

<sup>108</sup> *The amount of data to be collected indeed seems disproportionate compared to the result of a simple risk warning*. in. Joeri De Smet E Veerle Colaert, op. cit., p. 15.

De facto, se prestando as informações, estas não são efetivamente testadas, nem sequer dão origem a avisos de risco personalizados<sup>109</sup>, porquê sujeitar os investidores ao cumprimento destas obrigações?

Em suma, parece-nos que ainda que este Regulamento UE tenha, de facto, contribuído para a eliminação de certos constrangimentos no mercado europeu de *crowdfunding*, deixou por cumprir importantes traços do regime do *crowdfunding*, traços esses essenciais a qualquer regime, de modo a dotá-lo da máxima confiança e segurança.

Trata-se, de facto, de uma difícil tarefa de estruturar um regime de *crowdfunding* que atenda, por um lado, à necessária promoção do *crowdfunding* e, por outro, à adequada proteção dos investidores, sendo que, neste Regulamento UE, a promoção do *crowdfunding* através da criação de requisitos uniformes teve muito mais peso do que a consagração de medidas de proteção eficazes. Assim, optou-se por um regime que visa promover o investimento em produtos mais simples<sup>110</sup>, de forma relativamente fácil e que pressupõe, erradamente, um elevado grau de confiança do legislador nestes investidores de *crowdfunding* e na sua capacidade de avaliar e gerir os riscos<sup>111</sup>, melhor até do que os investidores dos mercados tradicionais<sup>112</sup>.

Com base no exposto, é preciso, então, repensar este regime e promover a criação de mecanismos aptos e eficazes à tutela dos investidores que, em linha com o *crowdfunding*, sejam apelativos para todos os seus intervenientes, sem que esquecer que este mecanismo, enquanto meio de financiamento alternativo tem mais vantagens do que desvantagens. Desde logo, e numa altura marcada por uma conjuntura mundial atípica, com taxas de juro altíssimas e um sistema bancário que se encontra, lentamente, a colapsar, o

---

<sup>109</sup> Contrariamente, nos termos do art 25.º, n.º 3 da DMIF II, as empresas de investimentos solicitam ao seu cliente as informações relativas ao seu conhecimento e experiência em matéria de investimento no que respeita **ao tipo de produto ou serviço oferecido ou solicitado** (destaque nosso), de modo a determinar se o mesmo é, ou não, adequado ao perfil do investidor.

<sup>110</sup> Note-se que mais simples não significa, necessariamente, com menos riscos.

<sup>111</sup> Cfr. Eugenia Macchiavello, op. cit., p. 29.

<sup>112</sup> Estando o *crowdfunding* centrado no financiamento a *start-ups* e PME'S, há nestes casos assimetrias informativas que justificam a intervenção do legislador de modo a dotar o regime dos mecanismos essenciais à proteção dos investidores. Já nos mercados tradicionais assistimos a uma estrutura suficientemente robusta de proteção. Quanto a isto, v. Amour et all, *Principles of Financial Regulation*, Law Working Paper n.º 277/2014, ecgi, 2016 p. 11, determinando que a regulação baseada na divulgação (neste caso, de informação), justifica-se apenas quando os vários sujeitos são capazes de avaliar e proteger-se dos seus riscos, *a contrario*, não sendo possível fazer esta avaliação a intervenção do legislador é justificada.

*crowdfunding* poderá contribuir como motor económico, capaz de ajudar e acelerar a recuperação de várias empresas, não devendo, portanto, ser desconsiderado.

## **5. Conclusão:**

Feita esta análise, e ficando reconhecida a importância do *crowdfunding*, bem como do seu impacto no desenvolvimento do mercado enquanto mecanismo de financiamento alternativo para as *startups* e PME's, resta-nos delimitar qual o caminho a seguir no sentido de dotar este regime de uma base jurídica sólida, aliando o direito à economia e à tecnologia e procurando tornar o *crowdfunding* mais transparente, efetivo e seguro para todos os seus intervenientes.

Será, então, partindo desta base jurídica sólida que se conseguirá acautelar, por um lado, a promoção do *crowdfunding* e, por outro, a proteção dos seus investidores promovendo um equilíbrio entre estes dois princípios fundamentais, sem que um prevaleça em detrimento do outro e sem que daí resulte uma sobrecarga de obrigações absolutamente desproporcional, a que ficam sujeitos os beneficiários, prestadores de serviços de *crowdfunding* e os investidores no cumprimento dos seus deveres de prestação de múltiplas informações.

Assim, e partindo da evolução trazida pelo Regulamento UE, assistimos claramente a uma alteração de paradigma centrada na criação de um mercado europeu de *crowdfunding* com recurso a mecanismos uniformes e criando novos mecanismos de proteção, nomeadamente, o teste de adequação ou os múltiplos deveres de informação que impendem agora sobre os diferentes sujeitos.

No entanto, note-se que esta estruturação continua, ainda, muito aquém daquilo que seria desejável tendo em conta a importância do *crowdfunding* e o tecido empresarial português, composto essencialmente por PME's. Sendo assim, o que fazer perante isto? Será a aposta na legislação suficiente?

O *crowdfunding*, sendo uma forma relativamente recente de financiamento empresarial, gera, ainda, alguma desconfiança nos investidores, com baixo nível de literacia e desinformados dos riscos que esta atividade comporta. Trata-se, portanto, de um problema cultural e que contribui igualmente para a criação de entraves à viabilidade dos projetos de *crowdfunding*, mas que é suscetível de ser alterado caso exista um

investimento na promoção de uma regulação mais efetiva e protetora, através da estruturação de um caminho focado na proteção dos investidores, deixando de parte o elenco vastíssimo de deveres de informação sem qualquer efetividade.

Note-se que este caminho, ainda que já iniciado pelo novo Regulamento UE, está ainda muito aquém do desejável, e aguarda a intervenção do legislador português, que nada disse sobre este avanço legislativo. Assim, e procurando atuar em prol de um regime mais efetivo, seguro e transparente, o caminho a seguir deve passar pela imposição de novos deveres de informação mais efetivos – melhor informação, maior proteção – que sejam realistas e exequíveis, que atendam às especificidades dos projetos em causa, e que não onerem em demasia os promotores dos projetos bem como os investidores.

Aqui, mais do que nunca, a lógica *one size does not fit all* ganha relevância, pelo que mais do que criar múltiplos mecanismos de proteção, o importante é garantir que os mesmos prosseguem efetivamente o seu propósito. Desta feita, e ainda que estejamos hoje mais perto de ter um mercado europeu de *crowdfunding*, não podemos esquecer que este regime continua deficitário, ficando por cumprir um dos seus principais propósitos: a proteção dos investidores.

## 6. Bibliografia:

AMORIM, MARGARIDA PACHECO DE / SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS – «O regime nacional de *crowdfunding*: que *crowdfunding*?» in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários (coord. CMVM), Almedina, 2021, 623-638.

AMOUR, JOHN et al. *Principles of Financial Regulation*, Law Working Paper n.º 277/2014, *European Corporate Governance Institute* (ecgi), 2016, disponível em: [https://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/finalamourawreydaviesenriquesgordonmayerpayne.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalamourawreydaviesenriquesgordonmayerpayne.pdf) (consultado em: 12/05/2023).

BELEZAS, FERNANDO – *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2º ed., Almedina, 2019.

BRADFORD, C. STEVEN – *Crowdfunding and the Federal Securities Laws* in *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, N.º 1, 2012.

CANAS, MARIANA MIRRADO – «*Crowdfunding*: uma nova forma de financiamento das sociedades – enquadramento geral e direito comparado», in *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 1, número 5, 2019, p. 525-556.

CATARINO, LUÍS GUILHERME – «*Crowdfunding* e *crowdinvestment*: o regresso ao futuro?» In *O novo direito dos valores mobiliários*, (coord. Paulo Câmara) Lisboa, Almedina, 2017, p. 321-389.

**COMISSÃO EUROPEIA (CE)**, *Commission Staff Working Document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD(2016) 154 final, Brussels, 3.5.2016, disponível em: [Commission staff working document - Report on Crowdfunding in the EU Capital Markets Union \(europa.eu\)](#) (consultado em: 16/04/2023).

**COMISSÃO EUROPEIA (CE)**, *Comunicação da CE ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Aproveitar o potencial do financiamento coletivo na União Europeia*, COM(2014) 172 final, Bruxelas, 27.3.2014, disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0007.01/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0007.01/DOC_1&format=PDF) (consultado em: 16/04/2023).

**COMISSÃO EUROPEIA (CE)**, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Estratégia para o Mercado único Digital na Europa*, (SWD (2015)) 100 final, COM (2015) 192 final, Bruxelas, 6.5.2015, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0192&from=EN>. (consultado em: 16/04/2023).

**COSTA, VASCO**, «A Regulação Jurídica do Financiamento Colaborativo ou «Crowdfunding» - Em especial, o caso Português», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Número 59, abril 2018, p. 8-36.

**CUMMING, DOUGLAS J. / HORNUF, LARS**, *Marketplace Lending of SMEs.*, CESifo Working Paper No. 8100, 2020 disponível em: [CESifo Working Paper no. 8100 \(ssrn.com\)](#) (consultado em: 01/05/2023).

**DUARTE, DIOGO PEREIRA**, *Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding)*, In *FinTech II: desafios da tecnologia financeira.*, (coord. António Menezes Cordeiro / Ana Perestrelo de Oliveira / Diogo Pereira Duarte) 2ª Ed. - Reimpressão 2020, Coimbra, Almedina, 2019, p. 247-299.

**EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA)**, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, (EBA/Op/2015/03), 2015, disponível em: [EBA-Op-2015-03 \(EBA Opinion on lending based Crowdfunding\).pdf \(europa.eu\)](#) (consultado em: 25/04/2023).

**EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA)**, *Consultation Paper - Draft technical standards under the ECSP Regulation*, (ESMA/35-36-2201), 2021 disponível em: [esma35-36-2201\\_cp - ecspr technical standards.pdf \(europa.eu\)](#) (consultado em: 20/04/2023).

**EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA)**, *Green Paper: Long-term financing of the European Economy*, Brussels, COM (2013) 150 final de 25.3.2013, disponível em: [LexUriServ.do \(europa.eu\)](#) (consultado em: 25/04/2023).

**EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA)**, *Opinion: Investment-based crowdfunding*. (ESMA/2014/1378) 2014, disponível em: [2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf \(europa.eu\)](#) (consultado em: 25/04/2023).

**FENWICK, MARK / McCAHERY, JOSEPH A. / VERMEULEN, ERIK P.M.**, *Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending*, in Law Working Paper n.º 369/2017, *European Corporate Governance Institute (ecgi)*, 2017,

disponível em: [fenwick-mccahery-vermeulen.pdf \(ecgi.global\)](#) (consultado em: 5/05/2023).

**GERALDES, LUÍS ROQUETE / CARDOSO, FRANCISCA SEARA**, *Uma revolução chamada crowdfunding*, in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, 2016 disponível em: [Book IV Congresso DSR.indb \(mlgts.pt\)](#) (consultado em: 17/02/2023).

**GUERRA, JOSÉ BORGES**– *Crowdfunding, um milagre à espera de acontecer* in *Vida judiciária*, maio/junho 2021, disponível em: [https://www.ja-lp.org/files/\\_vj\\_mai\\_jun\\_60e72a7aea539.pdf](https://www.ja-lp.org/files/_vj_mai_jun_60e72a7aea539.pdf) (consultado em: 20/02/2023).

**HEMINWAY, JOAN MACLEOD**, *Securities Crowdfunding and Investor Protection*, Ifo Institute, CESifo DICE Report 2/2016, disponível em: [Securities Crowdfunding and Investor Protection | Publications | ifo Institute](#) (consultado em: 31/03/2023).

**KIRBY, ELEANOR / WORNER, SHANE**, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing fast* in Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 2014, disponível em: [Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast \(iosco.org\)](#) (consultado em: 05/04/2023).

**KLEINER, CAROLINE** – *Legal Aspects of Crowdfunding*, Springer, 2021.

**LEAL, MIGUEL RODRIGUES**, «O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (*CROWDFUNDING*)» in *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, 55, 2021, (disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/7435/documento/art04.pdf?id=12263> consultado pela última vez em 01/05/2023).

**LEE, JOSEPH**, «Investor Protection on *Crowdfunding* Platforms» in *The EU Crowdfunding Regulation* (coord. Pietro Ortolani, Marije Lousse), Oxford University Press, New York, 2021, p. 243-266.

**LOPES, INÊS DIAS**, «Equity *crowdfunding*. A governação da sociedade financiada», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, número 4, 2018, p. 725-768.

**LOPES, JOANA COSTA / CHEN, CHEN**, «Startups Funding Legal Regime – o Regime jurídico do financiamento das startups», in *Revista Eletrónica de Direito*, n.º 2, Vol.28, 2022. Disponível em: [https://cij.up.pt/client/files/0000000001/3-joana-lobes\\_1921.pdf](https://cij.up.pt/client/files/0000000001/3-joana-lobes_1921.pdf) (consultado em: 18/05/2023)

**MACCHIAVELLO, EUGENIA** – «What to Expect When You Are Expecting a European *Crowdfunding* Regulation: The Current ‘Bermuda Triangle’ and Future Scenarios for Marketplace Lending and Investing» in *Europe European Banking Institute Working Paper Series* – no. 55, 2019, (disponível em: <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id3493688.pdf>) (Consultado em: 18/05/2023)

**MACCHIAVELLO, EUGENIA**, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma* (UPDATED July 2020) (July 30, 2020) Forthcoming in *European Business Law Review*, n.º 3, 2021, disponível em: [Microsoft Word - Macchiavello - Crowdfunding regulation paper August 2020 SSRN CLEAN.docx](#) (consultado em: 18/05/2023)

**SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS** – «Financiamento colaborativo e sociedades por quotas», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XIII, número 2, 2021, p. 177-197.

**SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS** – «Regime jurídico do *Crowdfunding* (financiamento colaborativo)», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, número 3, 2017, p. 643-676.

**SANTOS, JOÃO VIEIRA DOS** – *Regulação de Formas de Financiamento Empresarial FinTech - Em especial o Crowdfunding e as Initial Coin Offering*, Almedina, 2022.

**SMET, JOERI DE / COLAERT, VEERLE** – *Between Investor Protection and Access to Crowdfunding: The Entry Knowledge Test and the Simulation of the Ability to Bear Loss Commentary on Article 21 Crowdfunding Regulation*, Jan Ronse Institute for company & Financial Law, Working Paper N. 2022/03, Abril 2022, disponível em: <file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id4077837.pdf>, (consultado em 25/04/2023)

**ZUZUNEGUI, FERNANDO**, «Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*)», in *Revista de Derecho del Mercado Financiero (RDMF)* n.º 3/2015, junho, 2015, p. 7. Disponível em: [http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3\\_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf) (consultado em: 23/02/2023).