



UNIVERSIDADE  
CATOLICA  
PORTUGUESA



CATOLICA  
FACULDADE  
DE DIREITO

ESCOLA DE LISBOA

**Universidade Católica Lisboa**  
**Mestrado de Direito e Gestão**

## ***Crowdfunding***

**- Um mercado de limões? O papel da Sinalização e da Regulação –**

**Lisboa,  
Março 2025**

**Professor Orientador: Sr. Professor Jorge Brito Pereira**

**Beatriz Vieira do Nascimento**

## ÍNDICE

Palavras-chave

Lista de fontes primárias

1. Introdução. . . . .	.04
2. Modalidades de crowdfunding. . . . .	.05
3. A razão da sua popularidade. . . . .	.07
4. Riscos inerentes ao crowdfunding. . . . .	.09
5. Enquadramento legal. . . . .	.12
6. Problema dos Limões. . . . .	.19
6.1. No que consiste. . . . .	.19
6.2. Aplicação ao crowdfunding. . . . .	.20
7. Sinais transmitidos pelo Mercado. . . . .	.22
7.1. Herd behavior. . . . .	.22
8. A proteção dos investidores – Em especial o Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento e do Conselho e Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo. . . . .	.27
9. Considerações e Próximos passos. . . . .	.37
10. Conclusão. . . . .	.42

Bibliografia

## **PALAVRAS-CHAVE**

Crowdfunding, financiamento colaborativo de capital, problema dos limões, assimetria informativa.

## **LISTA DE FONTES PRIMÁRIAS**

Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de junho de 2017

Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014

Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto

Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

Diretiva 2020/1504, de 7 de outubro de 2020

Regulamento 2024/2809, de 23 de outubro de 2024

Decreto-Lei no 486/99, de 13 de novembro

Decreto-Lei no 5/2015, de 8 de janeiro

Decreto-Lei n.º 110/2018, de 10 de dezembro

Diretiva (UE) 2015/849 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015

Regulamento Delegado (UE) 2022/2114 da Comissão, de 13 de julho de 2022

Regulamento Delegado (UE) 2022/2111 da Comissão, de 13 de julho de 2022

Regulamento Delegado (UE) 2022/1503 da Comissão, de 13 de julho de 2022

Regulamento Delegado (UE) 2022/2115 da Comissão, de 13 de julho de 2022

## 1. INTRODUÇÃO

A digitalização dos serviços financeiros tem registado, nas últimas décadas, um desenvolvimento acelerado, alterando os paradigmas de investimento e de captação de capital devido à crescente utilização de meios digitais no quotidiano e à globalização. Paralelamente, os efeitos da crise financeira de 2008 contribuíram para uma retração do crédito bancário, em especial, no financiamento de pequenas e médias empresas (PME) e de projetos inovadores, permitindo espaço a modelos alternativos de financiamento. Esta crise evidenciou a excessiva dependência da economia europeia do sistema bancário, e a insuficiente diversificação das fontes de financiamento disponíveis para as empresas. O *crowdfunding*<sup>1</sup> emergiu, assim, como resposta a essa lacuna, proporcionando soluções mais flexíveis e inclusivas, designadamente nas modalidades de capital (*equity crowdfunding*) e de empréstimo (*lending crowdfunding*).

O *Crowdfunding* consiste numa *open call* para a disponibilização de recursos financeiros de um conjunto de pessoas (*crowd*) através de plataformas de financiamento colaborativo na internet, garantindo a correspondência entre os interesses dos investidores e dos promotores de projetos. Este é um meio alternativo de financiamento em que o promotor expõe o seu projeto, ideia ou empresa<sup>2</sup>, com o intuito de recolher fundos para o mesmo. O intermediário desta exposição de vontades é prestador de serviços de financiamento colaborativo, que permite a maior exposição do projeto para aqueles que pretendem investir. Este modelo distingue-se substancialmente das formas tradicionais de financiamento, nomeadamente do crédito bancário, em que a obtenção de capital depende da intermediação de uma instituição financeira, sendo que, no *crowdfunding*, a relação jurídica estabelece-se de forma direta entre o promotor

---

<sup>1</sup> Cabe fazer duas notas introdutórias de estilo. Reconhecemos que na redação deste texto recorreremos recorrentemente a expressões em língua inglesa. Isso decorre sobretudo do facto de, pelas matérias tratadas, usarmos conceitos que são mais correntes em língua inglesa do que em língua portuguesa e não tanto do facto de essas expressões não serem traduzíveis ou terem, apenas, traduções empobrecedoras. Expressões como *Crowdfunding* ou *open call* dando meros exemplos, podem e devem ser traduzidas para português, mas isso não obsta a que as expressões inglesas mantenham mais capacidade expressiva. Segunda nota, para explicar que, na mesma linha, optámos por manter as citações quer a reprodução de regras legais, quer as citações doutrinárias na língua original, apenas não o fazendo em citações muito curtas ou naqueles casos que a manutenção da redação original não tem especial valor expressivo

<sup>2</sup> Catarino, Luís Guilherme (2018), *Crowdfunding e Crowdinvestment: O regresso ao futuro?*, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Pages 18-28, [https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public\\_32.pdf](https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf)

do projeto e os investidores, cabendo à plataforma apenas a função de facilitação e organização do processo, sem que esta assuma, em regra, a posição de parte na relação obrigacional.

O tema tem gerado recentemente uma maior concentração por parte quer de académicos como de reguladores, no entanto, devemos ter em conta que esta metodologia de investimento surgiu há mais de 100 anos<sup>3</sup>, embora o termo *Crowdfunding* apenas tenha surgido em 2006<sup>4</sup>. Um emblemático exemplo da sua utilização é a Estátua da Liberdade, uma vez que para a sua construção, foram recolhidos fundos de diferentes investidores sendo que, por cada investimento existiria em contrapartida, um prémio de uma estátua em ponto pequeno da mesma.

Esta forma de financiamento é benéfica essencialmente para PME e *Start-ups*, uma vez que são empresas que possuem dificuldades no acesso às fontes de financiamento mais típicas, como o financiamento através de bancos, capital de risco ou mercados de capitais. Estas dificuldades não se verificam no *Crowdfunding*, uma vez que a capacidade de obter financiamento dependerá da potencialidade do projeto *per se* e da forma como se apresenta ao conjunto de indivíduos.

## 2. MODALIDADES DE *CROWDFUNDING*

A doutrina distingue diferentes modalidades de *crowdfunding* em função da natureza da contribuição e das expectativas do investidor, agrupando-as em duas categorias: com ou sem retorno financeiro. No *crowdfunding* sem retorno financeiro, o investidor não procura qualquer vantagem patrimonial, sendo motivado por razões altruístas de benefícios não financeiros. Neste grupo incluem-se as modalidades de *crowdfunding* de donativo, assemelhando-se a uma doação, sem que os investidores esperem benefícios em troca (ou benefícios meramente

---

<sup>3</sup> O conceito era conhecido pela premissa de arrecadação de fundos a partir de um conjunto alargado de indivíduos para apoiar um projeto específico. Um dos primeiros exemplos de recolha de fundos online ocorreu para a produção, gravação e tour da banda Rock Marillion. Os seus fãs dos Estados Unidos da América organizaram uma recolha de fundos que resultou na arrecadação de \$60.000 - *A Brief History of Crowdfunding [Infographic]*, n.d. [Www.startups.com](http://www.startups.com). <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding>

<sup>4</sup> O termo surge com Michael Sullivan, em 2006 aquando do lançamento da sua empresa Fundavlog, uma incubadora de projetos de videoblog (infelizmente um fracasso) – *A Brief History of Crowdfunding [Infographic]*, n.d. [Www.startups.com](http://www.startups.com). <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding>

simbólicos)<sup>5</sup>, e *crowdfunding* de recompensa em que a empresa poderá oferecer aos investidores pequenos presentes, protótipos iniciais dos produtos que irão produzir<sup>6</sup> ou o direito de adquirir o produto final a um preço mais reduzido ou com condições especiais.

No *crowdfunding* com retorno financeiro, o objetivo é a obtenção de remuneração financeira. Neste grupo insere-se o financiamento colaborativo por empréstimo<sup>7</sup>, no qual a contribuição assume a forma de mútuo oneroso, pelo que ocorre o pagamento de juros fixados no momento da angariação. Esta modalidade distingue-se do crédito bancário tradicional, uma vez que a plataforma de *crowdfunding* não atua como mutuante, limitando-se a intermediar a relação entre o investidor e o promotor do projeto. Assim, o empréstimo é concedido diretamente pelo investidor ao promotor, ficando o prestador de serviços responsável apenas por facilitar a celebração dos contratos de empréstimos não atuando como credor.

No financiamento colaborativo de capital, os investimentos são realizados através da aquisição de entradas de capital próprio, instrumentos de dívida ou participação nos lucros, pelo que os investidores são recompensados com a atribuição de participações sociais no capital da sociedade, auferindo parte do lucro<sup>8</sup>. Neste sentido, estão em causa valores mobiliários<sup>9</sup> e instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo<sup>10</sup> emitido por promotores de projetos ou por uma entidade com objetivo específico.

---

<sup>5</sup> Fricke, Eric; Scott Fung & M. Sinan Goktan (2021), *Is “accredited crowdfunding” a lemons market? Evidence from 506(c) filings*, *Journal of Small Business Management*, 59:2, Pages 312-336, DOI:10.1080/00472778.2020.1849715 <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00472778.2020.1849715>

<sup>6</sup> *Idem*

<sup>7</sup> Pereira, Clara Martins (2019), *A regulação do crowdfunding de capital no ordenamento jurídico português*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, Pages 40-65 - [A regulação do crowdfunding de capital \(ucp.pt\)](#)

<sup>8</sup> Wilson, Karen, Testoni, Marco (2014), *Improving the role of equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets*, Bruegel Policy Contribution, Pages 2-10

<sup>9</sup> Artigo 2º nº1 m) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>10</sup> Artigo 2º nº1 n) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

Esta dissertação será focada nas modalidades que garantem um retorno financeiro aos investidores, uma vez que comportam vários riscos e desafios, em particular decorrentes da assimetria de informação entre promotores e investidores.

### 3. A RAZÃO DA SUA POPULARIDADE

Existem diversas vantagens em recorrer a esta modalidade de financiamento, pelo que nos comprometemos a demonstrar os benefícios que tornaram o *crowdfunding* tão popular.

Perante fontes tradicionais como o recurso a instituições bancárias, os promotores solicitam muitas vezes, a totalidade dos fundos que necessitam, apenas a uma instituição, por exemplo a um banco. Ora, o risco de incumprimento do mutuário cairá, na totalidade, nesse investidor único, tornando-o mais cuidadoso e precavido relativamente aos fundos que pretende investir. Desta ideia decorrem duas premissas: por um lado, um número significativo de projetos é recusado em virtude da perceção de risco por parte do financiador, sendo os mesmos extremamente seletivos quando escolhem os projetos que pretendem investir, deixando muitas empresas incapazes de aceder a esta forma de financiamento. Em segundo lugar, de entre os projetos que efetivamente conseguem obter financiamento, este pode não ser o modelo mais adequado, uma vez que os investidores, pelo seu poder na relação contratual em causa, exigem garantias, cláusulas contratuais onerosas ou mecanismos como por exemplo a possibilidade de pedir *covenants*<sup>11</sup> que podem levar à entrega de altas percentagens de lucros, prejudiciais para

---

<sup>11</sup> *Covenants* são obrigações de que quem pede um crédito poderá ter de assumir. Estes podem ser positivos, quando é indicado a necessidade de realizar uma determinada ação/prática, ou ser negativos, impondo uma inação ou inexistência de determinado comportamento. Estas conferem um reforço da posição do Banco, pelos compromissos que os mutuários assumem em prol dos benefícios que lhes são conferidos, preservando a posição do credor aquando do contrato financeiro. Frequentemente, o termo *covenant* é utilizado para caracterizar, de forma geral, todas as obrigações do cliente perante o banco, com o intuito de desempenhar um papel crucial na gestão das relações financeiras entre estes. Estabelecem não apenas uma forma de monitorizar e controlar a evolução da situação financeira e operacional do mutuário ao longo da vigência do acordo, mas também impõem restrições e condicionalismos para evitar a prática de atos que possam comprometer o inicialmente encetado, entenda-se o pagamento da dívida, o reembolso do capital ou a integridade das garantias. Além disso, proporcionam ao banco a capacidade de agir prontamente perante um agravamento das condições financeiras do mutuário, minimizando os riscos de insolvência. Por fim, os *covenants* tornam os contratos de financiamento adaptáveis ao contexto/cliente, ao permitir um acompanhamento contínuo da situação financeira do cliente, possibilitando uma maturidade mais longa dos financiamentos, ajustando-se às necessidades específicas de ambas as partes e garantindo relações estáveis a longo prazo - Pereira, Jorge Brito (2023), *Contratos Bancários*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, Pages 148–184

os projetos que necessitem de reter lucros para reinvestir<sup>12</sup>, por exemplo para pesquisas, podendo bloquear ou retardar alguns projetos. Neste contexto, o *crowdfunding* surge como uma alternativa vantajosa, permitindo a dispersão do risco por um número alargado de investidores, reduzindo a perceção individual de risco, e permitindo obtenção de fundos a projetos que dificilmente obteriam crédito junto de instituições bancárias. Cumulativamente, revela-se particularmente adequado para empresas em fase inicial ou para projetos que exigem investimento contínuo, uma vez que permite canalizar recursos sem comprometer a capacidade de reinvestimento futuro.

O *crowdfunding* retira também do próprio empreendedor uma grande pressão económica, uma vez que, deparando-se com a incapacidade de aceder às formas de financiamento mais tradicionais utilizariam fundos próprios, empréstimos pessoais ou fundos de amigos e família<sup>13</sup>. No entanto, estas hipóteses são muito onerosas para o próprio promotor, podendo dificultar a recolha de investimento. Ao obter financiamentos de fontes externas, o empreendedor sentir-se-á menos pressionado, podendo ter uma menor aversão ao risco.

Recorrer ao *crowdfunding* compreende também benefícios não financeiros, nomeadamente de visibilidade e publicidade<sup>14</sup>. A disponibilização de um projeto numa plataforma de *crowdfunding*, poderá permitir o alcance do projeto a um público vasto e global (que poderão ser possíveis investidores ou possíveis compradores). O sucesso da oferta poderá igualmente criar uma maior antecipação de determinado produto, aumentando as vendas posteriores e o subsequente sucesso<sup>15</sup>. Ao colocar o projeto numa plataforma, a empresa poderá obter *feedback* das pré-vendas ou produto<sup>16</sup>, contrariamente se este fosse obtido através de um banco, em que

---

<sup>12</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19

<sup>13</sup> *Idem*

<sup>14</sup> Reichenbach, F., Walther (2021), *M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure*, *Financ Innov* 7, 54, Pages 5-24, <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>

<sup>15</sup> Mollick, Ethan (2014), *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, Pages 1-16, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>  
(<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X>)

<sup>16</sup> Macchiavello, Eugenia (2022), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, Legal commentaries, Part II: The Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: an article-by-article analysis*, Pages 1-3, 13 Dec 2022

o empreendedor poderia proceder ao desenvolvimento de uma ideia, gastando a totalidade dos fundos requisitados e aquando da entrada da ideia do mercado, esta não ser bem acolhida, uma vez que o banco é apenas uma entidade, pelo que a sua aceitação em investir em determinado projeto não significa diretamente o seu futuro sucesso no mercado. Contrariamente, numa plataforma de *crowdfunding*, ao expor a ideia, o promotor consegue depreender, mesmo que não seja um espelho perfeito, através do interesse (ou ausência deste) demonstrado pelos potenciais investidores, como esta será expectavelmente acolhida no mercado<sup>17</sup>. Ao longo da campanha os promotores poderão igualmente obter *feedback* específico dos investidores, e ir adaptando o seu produto final estas novas ideias, de modo a tornar o produto final mais apelativo<sup>18</sup>.

Por último devemos mencionar a drástica redução dos custos de transação, para ambas as partes<sup>19</sup>, prestadores de serviços. Estes permitem eliminar as barreiras criadas pela distância, aproximando investidores e promotores independentemente da localização ou da lista de contactos. Existe um fácil *match* entre o potencial promotor e o potencial investidor, podendo este último escolher tanto projetos que considera economicamente benéficos, como projetos que comunguem dos seus interesses pessoais. Os promotores vêm assim uma nova panóplia de possíveis investidores, sem restrições de fronteiras, enquanto os investidores eliminam os custos dos intermediários, alocando diretamente o dinheiro ao investimento que pretendem.

#### 4. RISCOS INERENTES AO CROWDFUNDING

Embora o *crowdfunding* seja uma forma inovadora e alternativa para as empresas obterem financiamento, com todas as vantagens anteriormente explanadas, este não é desprovido de riscos e dificuldades para os diferentes intervenientes.

Os investidores estão em desvantagem no jogo, dado que dependem quase exclusivamente da informação fornecida pelo promotor, que poderá ser incompleta ou enviesada, limitando a

---

<sup>17</sup> Mollick, Ethan (2014), *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, Pages 1-16, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005> (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X>)

<sup>18</sup> Schwienbacher, Armin (2018), *Entrepreneurial risk-taking in crowdfunding campaigns*, *Small Bus Econ* 51, Pages 843–859, <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9965-4>

<sup>19</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 *J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy* L.253, Pages 12-19

capacidade do investidor de avaliar de forma adequada os riscos e oportunidades do projeto. Um dos riscos centrais consiste na perda total do investimento, que pode ocorrer caso o promotor não cumpra com as suas obrigações ou em virtude do insucesso do projeto, situação particularmente frequente em *start-ups* e PMEs, caracterizadas por elevadas taxas de insucesso nos primeiros anos. Outro risco relevante é a diluição do investimento, que surge em rondas subsequentes de financiamento, nas quais os investidores iniciais podem ver a sua percentagem de participação reduzida, assim como o seu poder de voto e o potencial retorno.

Em especial, para o *crowdfunding* de capital, os riscos intensificam-se, uma vez que os investidores têm de avaliar tanto o projeto como o futuro da empresa, garantindo que não valorizarem erroneamente a empresa em que se propõe a participar<sup>20</sup>, e na sua subsequente capacidade de gerar frutos/*cash flow*, podendo existir um excessivo otimismo nessa avaliação<sup>21</sup>. Os produtores tenderão a expor apenas as partes mais positivas do negócio, encobrendo por vezes informações menos aliciantes, mas que poderão ser necessárias para a correta compreensão do projeto, conduzindo os investidores a ser demasiado otimistas relativamente ao investimento. Nas outras modalidades de *crowdfunding*, os projetos são limitados no tempo, sendo, portanto, mais fácil para o investidor ler o mercado, enquanto que no *crowdfunding* de capital é necessário avaliar uma empresa como um todo, num mercado caracterizado pela incerteza. Por último, de mencionar que a maioria dos investidores não são profissionais, tendo, portanto, a tendência a seguir comportamentos identificados pela economia como *herd behavior*, comportamento que será posteriormente desenvolvido. Finda a campanha, e sendo arrecadado o investimento necessário para a prossecução do investimento, os investidores entrarão no tecido da empresa, enquanto sócios e gerentes, sendo esta fase marcada pelo problema de agência<sup>22</sup>. A assimetria informativa é sentida pelos sócios, na qualidade de principais, e gestores, na qualidade de agentes, essencialmente ao nível da monitorização adequada das ações dos gestores, uma vez que os seus interesses podem nem sempre

---

<sup>20</sup> Pereira, Clara Martins (2019), *A regulação do crowdfunding de capital no ordenamento jurídico português*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, Pages 40-65 - [A regulação do crowdfunding de capital \(ucp.pt\)](#)

<sup>21</sup> *Idem*

<sup>22</sup> Entenda-se problema de agência no seu conceito económico. Este conceito descreve a complexa relação entre principais e agentes. O agente, ao agir em nome do principal, pode ter incentivos próprios divergentes. Este desalinhamento de interesses requer estratégias de governança para assegurar que as ações do agente estão alinhadas com os objetivos do principal

coincidir<sup>23</sup>. Compreenda-se que os sócios detêm como principal objetivo a arrecadação de lucros e a maximização do valor das suas participações, enquanto os gestores poderão deter outros objetivos para a empresa, como futuros investimentos, que não permitirão a distribuição de dividendos. A dificuldade de monitorização dos gestores poderá levar à existência de comportamentos oportunistas por parte destes, como por exemplo o pagamento de montantes excessivos de ordenados a cargos de gestão, maximizando assim o seu próprio bem-estar em detrimento do dos sócios ou da empresa, assim como ser agravada pela falta de incentivos económicos para a realizar. A estrutura acionista de uma empresa financiada através do *crowdfunding* é muitas vezes composta por vários participantes, cada um deles com pequenas participações, levando a que os custos que os sócios terão de investir na monitorização da sociedade poderão ser superiores à contrapartida monetária a receber pela monitorização<sup>24</sup>. A forma mais direta de demonstrar este risco é através do direito ao voto, uma vez que os sócios, ao entrarem para o capital da empresa, terão direito a exercer o seu direito, no entanto, para exercer o mesmo corretamente e de forma útil, existem diversos custos de coordenação e de angariação de informação que apenas sócios com participações maiores se sentirão compelidos a realizar dado que serão os mais afetados<sup>25</sup>.

No *crowdfunding* de empréstimo, os investidores concedem fundos aos promotores sob a forma de mútuo, pelo que se destaca o risco de incumprimento, ou seja, a possibilidade de o promotor não cumprir com as suas obrigações de pagamento de capital ou dos juros, situação que se agrava quando os beneficiários são *startups* ou PME com fluxos de tesouraria instáveis. Existe também o risco de liquidez, uma vez que os empréstimos concedidos não são, regra geral, transferíveis em mercados secundários, limitando a capacidade do investidor de recuperar o capital antes do prazo acordado.

Para os promotores, os riscos também serão notórios, uma vez que publicam, numa plataforma de fácil acesso à generalidade dos indivíduos, informações específicas do seu projeto. Contrariamente às ofertas públicas, não é viável (ou possível) pedir para que todas as pessoas

---

<sup>23</sup> Pereira, Clara Martins (2019), *A regulação do crowdfunding de capital no ordenamento jurídico português*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, Pages 40-65 - [A regulação do crowdfunding de capital \(ucp.pt\)](#)

<sup>24</sup> *Idem*

<sup>25</sup> *Idem*

que têm acesso à informação relativamente ao projeto assinem um NDA<sup>26</sup>. Outro risco, será o de o promotor não conseguir calcular devidamente os custos que irá incorrer num momento inicial do projeto, uma vez que estes poderão escalar rapidamente tendo em conta seguros, apoio jurídico, *marketing*, publicidade, apoio contabilístico, celebração de contratos de depósitos com bancos ou com outros intermediários financeiros para a receção de numerário e/ou registo de valores<sup>27</sup>. De notar que, embora estes riscos já sejam sentidos nas restantes modalidades de *crowdfunding*, estes são maximizados no *crowdfunding* de capital, uma vez que os investidores não necessitam apenas de computar a probabilidade de sucesso de determinado projeto, mas também a sua subsequente capacidade de gerar rendimentos, antecipando o valor da empresa no futuro.

Dada a natureza transfronteiriça das transações e o número de participantes envolvidos, os promotores podem estar particularmente vulneráveis a fundos provenientes de atividades ilícitas caso não sejam implementados mecanismos adequados de verificação da proveniência dos fundos estando deste modo expostos a riscos de branqueamento de capitais e financiamento de terrorismo. Tradicionalmente, muitas destas funções de diligência e controlo são realizadas por instituições financeiras, como bancos, mas, no contexto do financiamento colaborativo, parte dessa responsabilidade recai sobre os promotores, sendo que a utilização de fundos ilegítimos pode não só comprometer a legalidade da operação, mas também expor o promotor a graves riscos reputacionais e a potenciais sanções legais<sup>28</sup>.

## 5. ENQUADRAMENTO LEGAL

Tendo em conta a popularidade e os seus riscos, foi criado um enquadramento jurídico, em especial nas modalidades de capital e de empréstimo. Foi inicialmente regulador através da

---

<sup>26</sup> Schwienbacher, Armin (2018), *Entrepreneurial risk-taking in crowdfunding campaigns*, Small Bus Econ 51, Pages 843–859 <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9965-4>

<sup>27</sup> Catarino, Luís Guilherme (2018), *Crowdfunding e Crowdinvestment: O regresso ao futuro?*, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Pages 18-28, [https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public\\_32.pdf](https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf)

<sup>28</sup> Considerando 32 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020

Diretiva 2014/65/UE<sup>29</sup>, tendo posteriormente surgido o Regulamento 2020/1503, de 7 de outubro de 2020. No ordenamento português, a legislação foi transportada pela Lei nº 102/2015, de 24 de agosto, e recentemente alterada pelo Decreto-Lei nº 66/2023 de 8 de agosto. O objetivo central é deste modo regular a atividade de *crowdfunding*, mitigando as falhas de mercado intrínsecas a esta modalidade de financiamento, através da identificação e mecanismos de proteção dos investidores, deveres de transparência e obrigações de intermediação de informação. Neste sentido, cumpre a promoção de um ecossistema de financiamento alternativo, mas pautado pela segurança jurídica dos diferentes intervenientes, prevenindo práticas abusivas e assimetrias de informação.

No quadro da União Europeia, a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, aplica-se às empresas de investimento, operadores do mercado e empresas de países terceiros que prestam serviços de investimento ou exercem atividades de investimento através do estabelecimento de uma sucursal na União<sup>30</sup> pelo que, neste sentido, será aplicável aos prestadores de serviços, uma vez que estas são empresas de investimento<sup>31</sup> que realizam serviços e atividades de investimento listados no anexo I, secção A, aquando da intermediação de instrumentos financeiros. A Diretiva estabelece as condições de autorização e exercício de atividade das empresas de investimento<sup>32</sup> e disposições destinadas a assegurar a proteção dos investidores<sup>33</sup>. Neste sentido, são exigidos que estes atuem de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes<sup>34</sup> e garantam que as informações

---

<sup>29</sup> Recentemente alterado pela Diretiva (EU) 2024/790 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de fevereiro

<sup>30</sup> Artigo 1º da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

<sup>31</sup> Ou seja, são pessoas coletivas cuja ocupação ou atividade habitual consista na prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais atividades de investimento a título profissional – Artigo 4º nº1 1 da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

<sup>32</sup> Título II, artigo 5º e seguintes da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

<sup>33</sup> Secção 2, artigo 24º e seguintes da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

<sup>34</sup> Artigo 24º Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

que prestam são claras e não os induzem em erro<sup>35</sup>. No entanto, a Diretiva foi alterada<sup>36</sup> de modo a excluir os prestadores de serviços de *crowdfunding* quando definidos no Regulamento 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, evitando sobreposição de regimes regulatórios.

O Regulamento dos Prospetos<sup>37</sup> garante a divulgação de informações em caso de ofertas de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado<sup>38</sup>. Este regime foi recentemente alterado<sup>39</sup>, com o objetivo de se adaptar às exigências aplicáveis a pequenas ofertas públicas, nas quais os custos de elaboração de um prospeto se podem revelar desproporcionados face ao montante total da emissão. Na sua redação anterior o Regulamento não era aplicável a ofertas cujo valor fosse inferior a 1 000 000 EUR ou entre os limites nacionais impostos entre 1 000 000 EUR e 8 000 000 EUR, tornando este regime extremamente complexo e pouco claro<sup>40</sup>. Com as alterações introduzidas pelo Regulamento, foi eliminado o limiar de 1 000 000 EUR, passando a prever-se apenas dois referenciais: um limiar principal de 12 000 000 EUR<sup>41</sup>, calculado por emitente ou oferente ao longo de 12 meses, ou, em alternativa, um limiar de 5 000 000 EUR<sup>42</sup>, caso o Estado-Membro assim o determine. Abaixo desse limiar, as ofertas públicas de valores mobiliários ficam isentas da obrigação de publicar prospeto. Neste contexto, o regime do prospeto só se aplica ao

---

<sup>35</sup> Artigo 24 n.º 2 e 3 Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

<sup>36</sup> Diretiva 2020/1504 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020

<sup>37</sup> Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho 2017 que substitui a Diretiva dos Prospetos – Diretiva 2003/71/CE.

<sup>38</sup> Considerando 5 do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho 2017

<sup>39</sup> Regulamento (UE) 2024/2809, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2024

<sup>40</sup> Considerando 7 do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho 2017 que substitui a Diretiva dos Prospetos

<sup>41</sup> Artigo 1.º n.º 3 ) 2-b) do Regulamento (UE) 2024/2809, , do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2024

<sup>42</sup> Artigo 1.º n.º 3 ) 2-A do Regulamento (UE) 2024/2809, , do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de outubro de 2024

*crowdfunding* quando o montante da oferta exceda 5 000 000 EUR (ou 12 000 000 EUR, consoante a opção do Estado-Membro) ou quando esteja em causa a admissão à negociação em mercado regulamentado. A exclusão é compreensível, já que ofertas de menor dimensão estão associadas ao financiamento de PME ou *Start-ups*, que não dispõem de recursos para suportar os custos de elaboração de um prospeto. No entanto, estas ofertas não devem ficar totalmente desreguladas, devendo assegurar-se níveis mínimos de transparência e salvaguardas para os investidores.

Em 2020 foi publicado o Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro, relativo aos Prestadores Europeus de Serviços de Financiamento Colaborativo, aplicando-se ao financiamento colaborativo baseado em empréstimos e baseado no investimento<sup>43</sup>. Para a prestação de serviços de financiamento colaborativo, os prestadores de serviço têm de ser pessoas coletivas, estabelecidas na União Europeia, e obter uma autorização formal da autoridade competente do Estado-Membro onde se pretendem estabelecer<sup>44</sup>. Essa autorização requer a apresentação de um pedido que inclua, entre outros, a identificação do requerente e dos seus responsáveis, o plano de negócios, a estrutura organizacional, as políticas de controlo de riscos e os mecanismos de governação<sup>45</sup>, sendo que, uma vez concedida, a autorização confere ao prestador o direito de operar em todos os Estados-Membros, ao abrigo do chamado “passaporte europeu”<sup>46</sup>. A autoridade nacional que concede a autorização comunica essa decisão à ESMA<sup>47</sup> que, por sua vez, mantém um registo público dos prestadores autorizados<sup>48</sup>. A supervisão dos prestadores é exercida pela autoridade competente que

---

<sup>43</sup> Considerando 1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>44</sup> Artigo 3º nº1 Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>45</sup> Artigo 12º nº1 e 2 Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>46</sup> Artigo 18º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>47</sup> Artigo 12º nº9 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>48</sup> Artigo 14º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

concedeu a autorização<sup>49</sup>, sendo estes obrigados a enviar anualmente, de forma confidencial, a lista de projetos financiados às autoridades competentes e à ESMA<sup>50</sup>.

Um dos aspetos operacionais recentes relevantes é a possibilidade de o prestador realizar a gestão individual de carteiras de empréstimos<sup>51</sup>. Trata-se da afetação, por parte da plataforma, de um montante previamente determinado de um investidor a projetos selecionados discricionariamente, com base num mandato específico, com os devidos critérios (e.g., taxa de juro, prazo de vencimento, distribuição dos riscos e a taxa de retorno pretendido)<sup>52</sup> devendo o prestador fornecer as informações atualizadas e de forma clara<sup>53</sup>. Não obstante, o investidor assume integralmente o risco do investimento.

Anteriormente, a regulamentação europeia apresentava-se fragmentada, através do MiFID II e do Regulamento dos Prosetos, sendo estes regimes muito complexos e desajustados à natureza do *crowdfunding*, pelo que a publicação do Regulamento (UE) 2020/1503 permitiu colmatar essa lacuna, criando um quadro harmonizado aplicável em toda a União Europeia, abrangendo tanto o *crowdfunding* baseado em empréstimos como o baseado em capital.

No panorama português, o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, entenda-se a lei nº102/2015 de 24 de agosto, também sofreu recentemente diversas alterações com o Decreto-Lei 66/2023 e com a Lei nº1/2025 do Diário da República, que nos cumpre analisar de seguida.

A primeira grande diferença é a alteração do artigo 1º, que na sua versão anterior mencionava apenas que a lei definia o regime financiamento colaborativo, passando a contemplar uma clara e direta menção do Regulamento (UE) 2020/1503, do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020, e demais Direito Nacional e da União Europeia. O legislador português

---

<sup>49</sup> Artigo 15º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>50</sup> Artigo 16º nº1 e 2 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>51</sup> Artigo 2º alínea c) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>52</sup> Artigo 6º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>53</sup> Artigo 6º nº4 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

também alterou a definição de financiamento colaborativo como (a) um financiamento de (b) entidades, atividades ou projetos (c) através do registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da internet, ocorrendo (d) a angariação de contributos ou parcelas de investimento em dinheiro (e) podendo estas ser provenientes de pessoas singulares e coletivas na qualidade de apoiantes ou de investidores<sup>54</sup>. Existe uma clara evolução na definição e uma tentativa de harmonização com a definição escolhida pelo legislador europeu, sendo que a nova versão permite aumentar o alcance da lei, uma vez que a versão anterior poderia ser interpretada erroneamente e reduzir o alcance de modalidades não financeiras, e omitir a participação de pessoas coletivas. Na presente definição o legislador reconhece explicitamente várias modalidades de *crowdfunding*, ao mencionar a possibilidade de angariação de contributos (modalidades não financeiras) e parcelas de investimento (modalidades financeiras), assim como a inserção dos conceitos de apoiantes para as modalidades não financeiras e investidores para as modalidades financeiras, e a possibilidade de participação, tanto de pessoas singulares como coletivas. Por último cumpre mencionar a clarificação por parte do legislador português, relativamente à possibilidade de tornar acessível o investimento a um investidor apenas. Esta definição foi amplamente criticada uma vez que, embora seja possível que apenas um investidor esteja interessado em participar no financiamento de determinado projeto/entidade, no *crowdfunding*, o convite a contratar foi realizado para uma pluralidade de potenciais intervenientes. No entanto, consideramos que devia cumulativamente ser mencionado que o financiamento colaborativo exige que seja realizada uma campanha/oferta dirigida a uma multiplicidade de destinatários, para angariação de parcelas de investimento, uma vez que a publicidade desta campanha é, no nosso entender, uma fase essencial do mesmo.

No artigo 3º observamos a revogação das definições vertidas nas alíneas c) e d) e o aditamento da alínea e), para o financiamento colaborativo de capital e de empréstimo, que passa apenas a mencionar a remissão da definição para o Regulamento (UE) 2020/1503, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro de 2020, sendo uma clara tentativa de harmonizar o regime jurídico com o quadro europeu. Embora seja perceptível que exista uma tentativa de simplificação e não duplicação das definições já vertidas no Regulamento Europeu, tanto a consolidação destas duas modalidades numa alínea única, como a sua remissão sem definição poderá dar a falsa ideia de que não existe um tratamento igualitário formal de todas as modalidades de *crowdfunding*. Esta inexistência de igualdade é inversamente verificada ao longo do regime em questão, uma vez que a densidade normativa presente no capítulo III-A é

---

<sup>54</sup> Artigo 2º da lei nº102/2015 de 24 de agosto

extensa e pormenorizada, enquanto a regulação das modalidades não financeiras é mais escassa e menos densificada. Desde modo, através do artigo 3º pode ser dada a errada perceção de que o legislador atribui menor relevância às modalidades financeiras, precisamente aquelas que comportam maiores riscos para os investidores e que são objeto de regulamentação europeia exigente. De mencionar também que ao longo do regime existiu um esforço de clarificação sistemática visando facilitar a aplicação prática e a interpretação da lei, garantindo uma separação mais nítida entre modalidades financeiras e não financeiras.

Para as entidades serem consideradas prestadores de serviço de financiamento colaborativo, é necessária uma autorização da CMVM<sup>55</sup>, devendo os promotores contratualizar a sua subscrição a uma plataforma, garantindo a identificação das partes, as modalidades de financiamento colaborativo a utilizar, a identificação do projeto ou atividade a financiar, o montante, prazo e os instrumentos financeiros a utilizar para proceder à angariação<sup>56</sup>. Cumulativamente, os investidores devem declarar, no ato de subscrição, que compreendem as condições de negócio, nomeadamente quanto ao risco associado ao investimento e as relações que estabelecem com a plataforma de financiamento colaborativo e com os promotores do investimento<sup>57</sup>.

Com a lei nº1/2025 Diário da República de 6 de janeiro de 2025, foi aditado o capítulo III-B ocorrendo uma significativa consolidação e reforço do regime jurídico aplicável ao financiamento colaborativo em Portugal, especialmente no que respeita à criação de um novo regime sancionatório. Neste sentido, o legislador estabeleceu um conjunto claro e detalhado de contraordenações aplicáveis ao *crowdfunding*, colmatando uma lacuna normativa anteriormente existente, ao prever infrações específicas e sanções, designadamente através da consagração de artigos que definem condutas ilícitas como a prestação de informação enganosa<sup>58</sup>, o incumprimento de limites legais de angariação<sup>59</sup> ou a não colaboração com a

---

<sup>55</sup> Artigo 4º nº2 da Lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>56</sup> Artigo 6º da Lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>57</sup> Artigo 8º da Lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>58</sup> Artigo 22-A nº2b) da Lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>59</sup> Artigo 22-A nº1b) da lei nº102/2015 de 24 de agosto

CMVM<sup>60</sup>. Para além disso, a distinção clara entre as sanções aplicáveis a modalidades não financeiras<sup>61</sup> e financeiras<sup>62</sup> reflete a preocupação do legislador em adaptar a resposta jurídica às especificidades de cada modelo.

## 6. PROBLEMA DOS LIMÕES

### 6.1 No que consiste

O problema dos limões foi inicialmente enunciado por George Akerlof<sup>63</sup>, em 1970, e publicado no *Quarterly Journal of Economics*<sup>64</sup>, sendo citado amplamente no campo da economia, não apenas para explicar o mercado dos carros usados, tal como inicialmente foi concebido, mas para explicar diversos tipos de mercados que sejam marcados pela assimetria informativa. No seu *paper* Akerlof pressupõe que existem 4 tipos de carros, os “bons”, os “maus”, os “usados” e os “novos”. Os carros novos podem ser bons ou maus e o mesmo acontecerá com os carros usados. No mercado de carros usados, apenas o vendedor detém informação relativamente ao estado e às condições da viatura, sendo que o comprador não conhece o produto em questão. Sabendo que os dois fatores mais relevantes para a venda de carros usados são o preço e a qualidade, seria de esperar que estas grandezas fossem diretamente proporcionais, ou seja, que a diminuição de uma implicasse a diminuição da outra. Deste modo, quanto menor a qualidade de um determinado carro, menor seria o seu valor de mercado correspondente, pelo que um mau carro conhecido como *lemon*, seria vendido a um valor inferior ao de um bom carro. No entanto, Akerlof explica que, existindo assimetria informativa, o vendedor de um mau carro, poderá pedir exatamente o mesmo valor que o vendedor de um bom carro<sup>65</sup>, uma vez que o comprador não conhece o produto. Os compradores não detêm informações pormenorizadas

---

<sup>60</sup> Artigo 22º-F nº2 f) da lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>61</sup> Artigos 22º-A a 22º-D da lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>62</sup> Artigos 22º-E a 22º-K da lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>63</sup> George Arthur Akerlof é um economista e professor na Universidade da Califórnia, que dedicou a sua vida a estudar as assimetrias informativas e a volatilidade dos preços, tendo em 2001 ganho o Prémio Nobel da Economia

<sup>64</sup> Akerlof, George A. (1970), *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, Pages 488–500. JSTOR, <https://doi.org/10.2307/1879431>

<sup>65</sup> *Idem*

relativamente aos bens que pretendem comprar, tendo, no entanto, a consciência de que alguns dos produtos são de boa qualidade e os restantes são *lemons*. Seguindo este entendimento, os compradores terão uma menor disponibilidade em pagar, uma vez que estão conscientes de que podem estar a investir um valor mais alto considerando que vão adquirir um bom carro e receber um *lemon*. Consequentemente, a tendência dos consumidores será encontrar o preço que reflete a média de qualidade de todos os produtos do mercado. No entanto, este preço não alicia os vendedores dos produtos de alta qualidade, que sabem que o seu produto detém um valor superior ao valor que o comprador está disponível para oferecer. Serão comprados mais *lemons* e os bons carros não serão comercializados, até que “(...) *good cars may be driven out of the market by the lemons*”<sup>66</sup>. Com o decorrer do tempo, será de esperar que os produtos de melhor qualidade sejam afastados do mercado, ficando disponível no mercado mais *lemons*, baixando consequentemente o preço que os compradores se disponibilizam a pagar. Consequentemente, diminuindo o montante que os compradores consideram justo oferecer, acabará por retirar do mercado os produtos de média qualidade. Esta cadeia de eventos ocorrerá até que o mercado seja de *lemons*.

Um cenário não mais promissor foi o retratado pelo professor Kwoka Jr<sup>67</sup> no *Antitrust Law Journal*. Kwoka explica que, sendo a qualidade uma característica que se encontra intimamente ligada à vontade do produtor, este detém o seu total controlo. Vendo-se obrigado a escolher entre sair do mercado ou aceitar um preço mais baixo pelo seu produto, o vendedor poderá optar por uma terceira via, diminuir a qualidade do seu produto, de modo a encontrar o preço que o mercado está a praticar<sup>68</sup>.

## 6.2 Aplicação ao *Crowdfunding*

Tal como Akerlof observou para o mercado dos carros usados, também no *Crowdfunding* existem projetos de maior e menor qualidade e assimetria informativa. Por um lado, detemos promotores, que possuem um projeto e necessitam de financiamento e no outro extremo, os investidores com capacidade monetária para investir. No entanto, podemos considerar que este

---

<sup>66</sup> *Idem*

<sup>67</sup> John Kwoka é um Professor de Economia na *Northeastern University*, tendo dedicado a sua vida a realizar pesquisas nas áreas de organização industrial, antitrust e Economia regulatória

<sup>68</sup> Kwoka, John E (2005), *The federal trade commission and the professions: A quarter century of accomplishment and some new challenges*, *Antitrust Law Journal*, vol. 72, no. 3, Pages. 997–1012. <http://www.jstor.org/stable/40843654>

jogo não é equilibrado uma vez que os promotores dispõem de mais informação relativamente ao projeto, sendo, portanto, um mercado marcado pela assimetria informativa.

Aplicando a mesma metodologia de Akerlof, poderemos considerar que existem bons e maus projetos. Os investidores têm conhecimento de que, da *pull* de opções de investimento disponíveis, existirão bons e maus investimentos, no entanto, é-lhe inacessível quais os projetos que representam ganhos económicos e quais os *lemons*, pelo que, tal como no mercado de carros usados, os investidores criam um preço médio em que se sentem confortáveis a investir. Como consequência, os projetos mais promissores vêm a sua lista de investidores diminuir e os montantes de investimento serem reduzidos. As empresas, não conseguindo alcançar as suas metas de investimento, podem sentir-se forçadas a desistir desta modalidade, preferindo fontes de investimento mais tradicionais.

Aos investidores são fornecidas informações gerais relativamente ao projeto, como vídeos explicativos ou imagens relativamente ao objeto ou ideia em causa, o montante que a empresa espera obter, e o financiamento obtido até ao momento, informações chave relativamente ao produto, e muitas vezes dados da empresa ou dos criadores. Nestas secções são disponibilizadas meramente as informações que os promotores se sentem confortáveis em providenciar, sendo muitas vezes informações superficiais, ou um mero *educated guess*<sup>69</sup>. Existem ainda incertezas no que concerne a *performance* do produto, a reação do mercado, a capacidade de ultrapassar as dificuldades e as adversidades subsequentes e não previstas. De notar que estando em causa muitas vezes *Start-ups* ou PMEs, será de esperar que o seu desempenho passado não exista por serem demasiado recentes ou não estejam disponíveis os dados de forma acessível<sup>70</sup>.

As consequências da assimetria informativa são também agravadas pela dificuldade de verificação da veracidade da informação. Os investidores podem compreender pouco ou nada da área e mercado que pretendem investir<sup>71</sup>, e não deter as competências necessárias para analisar pormenorizadamente os parâmetros ou métricas fornecidas, não possuindo também a

---

<sup>69</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19

<sup>70</sup> Fricke, Eric; Scott Fung & M. Sinan Goktan (2021) *Is “accredited crowdfunding” a lemons market? Evidence from 506(c) filings*, Journal of Small Business Management, 59:2, Pages 312-336, DOI:10.1080/00472778.2020.1849715

<sup>71</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19

experiência dos investidores profissionais, qualificados ou acreditados como os bancos, os *brokers-dealers* ou *hedge funds*<sup>72</sup>, que detêm um maior poder de análise.

Tendo em conta as dificuldades de obtenção da informação, e a abundância de projetos, o tempo gasto na seleção e averiguação da informação pode desencorajar os investidores<sup>73</sup> e levá-los a considerar esta forma de investimento como não sendo economicamente sustentável.

## 7. SINAIS TRANSMITIDOS PELO MERCADO

Tendo em conta os problemas *supra* mencionados, é possível analisar alguns sinais do mercado como forma de reduzir a assimetria informativa. O sucesso do *crowdfunding* poderá estar assim relacionado com (a) as características operacionais da empresa, (b) a quantidade e transparência da informação que a empresa está disposta a revelar ao mercado e (c) os sinais externos emanados<sup>74</sup>.

### 7.1 Herd behavior

Os investidores são propensos de realizar comportamentos semelhantes aos seus pares, denominado por Surowiecki como “*sabedoria das multidões*”. O pressuposto a esta expectativa é que as pessoas sabem mais coletivamente do que individualmente, sendo uma forma de mitigar a ambiguidade. Esta incerteza é intrínseca aos mercados de *crowdfunding*, uma vez que os projetos são muitas vezes propostos por promotores com parca experiência e do lado da procura, os investidores possuem acesso a menos informação do que em outras fontes de

---

<sup>72</sup> Catarino, Luís Guilherme (2018), *Crowdfunding e Crowdinvestment: O regresso ao futuro?*, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Pages 18-28, [https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public\\_32.pdf](https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf)

<sup>73</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19

<sup>74</sup> Fricke, Eric; Scott Fung & M. Sinan Goktan (2021) *Is “accredited crowdfunding” a lemons market? Evidence from 506(c) filings*, Journal of Small Business Management, 59:2, Pages 312-336, DOI:10.1080/00472778.2020.1849715 <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00472778.2020.1849715>

financiamento<sup>75</sup>. O comportamento de manada realça a semelhança entre o comportamento do reino animal e das pessoas em sociedade, sugerindo que o comportamento de uma pessoa é influenciado pelo comportamento dos outros semelhantes a si, realizando as mesmas ações sem que exista uma conjectura nesse sentido<sup>76</sup>. Comportarem-se como a maioria dos outros investidores atribui-lhes uma maior segurança pois consideram que, se existem outros investidores a financiar o projeto então não foram os únicos a perceberem que poderia ser um bom investimento<sup>77</sup>. Semelhantemente, temos o fenómeno de *free ride*<sup>78</sup>, que se verifica quando as escolhas de investimento se baseiam em pesquisas e ações dos outros. Estes investidores realizam as suas escolhas *à boleia* dos outros, sem grandes custos de informação, pelo que as suas margens serão maiores<sup>79</sup>. O fenómeno de *free ride* pode diminuir a assimetria informativa uma vez que os investidores não profissionais podem, sem grandes custos, aceder e seguir comportamentos diminuindo o *gap* de informação, conduzindo a decisões racionais de investimento<sup>80</sup>. No entanto, cumpre-nos igualmente realçar que, quando existem rumores ou suspeitas do insucesso de determinada empresa ou projeto ou mesmo do seu carácter

---

<sup>75</sup> Vismara, Silvio, (2018), *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 42 (3), Pages 467-497. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>

<sup>76</sup> Kameda, T. and Hastie, R. (2015), *Herd Behavior. In Emerging Trends in the Social and Behavioral Sciences* (eds R.A. Scott and S.M. Kosslyn). <https://doi.org/10.1002/9781118900772.etrds0157>

<sup>77</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19

<sup>78</sup> O conceito de *free ride* ou problema da “boleia” é um conceito económico que surge quando os indivíduos tentam alcançar benefícios para o seu próprio uso, evitando os seus respetivos custos. Este conceito é muitas vezes utilizado para explicar os problemas dos bens públicos. Tributam-se todos os indivíduos na quantia correspondente à quota-parte de cada um no financiamento do bem público e promove-se a produção desse bem. No entanto a utilização desse mesmo bem não será igual para todos os indivíduos, podendo para alguns ser mesmo nula

<sup>79</sup> Araújo, Fernando (2009), *Introdução à Economia – I*, Lisboa, 3ª edição, Coimbra, Almedina

<sup>80</sup> Catarino, Luís Guilherme (2018), *Crowdfunding e Crowdinvestment: O regresso ao futuro?*, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Pages 18-28, [https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public\\_32.pdf](https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf).

fraudulento, seguindo a ideia do comportamento de manada, existirá um desinvestimento em massa<sup>81</sup>.

O *herd behavior* detém assim um grande efeito no sucesso ou insucesso do *crowdfunding* uma vez que, não detendo os investidores fontes de informação constantes e fidedignas, estes recorrerão ao mercado e às ações dos seus semelhantes, de modo a averiguar e avaliar as suas ideias e pensamentos.

Existem também outros sinais, dados pelo mercado, pelos investidores ou pelos promotores dos projetos, que podem ser tidos em conta de modo a perceber qual a melhor escolha de investimento, nomeadamente:

- (I) Diploma, educação e experiência - Michael Spence<sup>82</sup> explica este sinal utilizando o mercado de trabalho, partindo da premissa que é difícil compreender quais os bons e quais os maus trabalhadores no mercado de trabalho, uma vez que apenas os trabalhadores têm noção das suas competências. No entanto, esta assimetria informativa poderá ser mitigada através da comparação da formação de cada um dos candidatos. Embora este não deva ser um critério interpretado isoladamente, também o grau académico dos responsáveis pelo projeto demonstra ser indicativo de segurança e consequentemente de sucesso das campanhas<sup>83</sup>. Numa PME ou numa *Start-up*, o capital é uma mais válida e um critério de deliberação significativo, podendo habilitar, aos olhos dos investidores, maior ou menor qualidade e segurança nos dados apresentados<sup>84</sup>. Também a heterogeneidade dos promotores poderá ser um sinal positivo para o mercado, através de um portefólio diversificado de educações/competências<sup>85</sup>. Por último, de mencionar que as experiências anteriores dos

---

<sup>81</sup> *Idem*

<sup>82</sup> Andrew Michael Spence foi galardoado em 2001 com o Nobel da Economia. Este economista dedicou a sua vida ao estudo do papel da educação como instrumento de sinalização utilizado na relação entre os empregados e as entidades empregadores.

<sup>83</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19.

<sup>84</sup> Reichenbach, F., Walther (2021), *M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure*, *Financ Innov* 7, 54, Pages 5-24, <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>.

<sup>85</sup> Pinelli, Michele; Cappa, Francesco; Franco, Stefano, Peruffo, Oriani, Raffaele (2022), *Too Much of Two Good Things: Effects of Founders' Educational Level and Heterogeneity on Start-*

responsáveis poderão ser indicadores de sucesso quer no prognóstico de lucros quer na previsão de adversidades e a sua subsequente superação, sendo que diversos estudos demonstram que empreendedores mais instruídos são mais prováveis de alcançar o sucesso organizacional no longo prazo<sup>86</sup>. Estes sinais emanados pelo nível educacional dos empreendedores desencadeiam maiores expectativas, o que por si poderá atrair quer mais investidores, quer investidores de maior qualidade.

- (II) Capital - A disposição da administração em investir na sua própria empresa é um sinal importante da confiança que estes depositam em si mesmos e na qualidade do projeto e da sua gestão, uma vez que se os promotores estiverem otimistas no que concerne o sucesso do seu projeto e relativamente ao desenvolvimento futuro do seu negócio, então, de acordo com Signori e Vismara<sup>87</sup>, deveriam estar menos disponíveis para disponibilizar o capital da empresa. Se os promotores estiverem otimistas no sucesso do negócio, preferirão vender apenas uma pequena parte das ações. Sob esta perspetiva, quanto maior a disponibilização de ações para o mercado, menor a confiança que a empresa deposita no seu projeto, amortizando assim o risco<sup>88</sup>.
- (III) Apoio de determinados investidores - O apoio de alguns investidores também poderá ser observado como um sinal positivo no mercado, sendo que, grande parte dos investidores, no momento da decisão, procede à análise dos restantes participantes da campanha, procurando aferir o perfil, a experiência e a credibilidade dos que já subscreveram a oferta. É igualmente expectável que consultem os comentários e observações registados nas plataformas, os quais funcionam como indicadores adicionais de confiança<sup>89</sup>. Importa ainda destacar o papel desempenhado pelos investidores profissionais. Estes, por disporem de recursos superiores, acesso a

---

*Up Funds Raised*, in IEEE Transactions on Engineering Management, vol. 69, no. 4, Pages. 1502-1516, doi: 10.1109/TEM.2020.2991607.

<sup>86</sup> *Idem*

<sup>87</sup> Signori, Andrea; Vismara, Silvio (2018), *Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms*, Journal of Corporate Finance, Volume 50, Pages 575-591, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018>.

<sup>88</sup> Reichenbach, F., Walther (2021), *M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure*, Financ Innov 7, 54, Pages 5-24, <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>

<sup>89</sup> Vismara, Silvio, (2018), *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 42 (3), Pages 467-497. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>.

consultorias especializadas, plataformas de análise e experiência acumulada, encontram-se em posição privilegiada para avaliar a veracidade e a relevância da informação disponibilizada. O estudo conduzido por Signori e Vismara corrobora este entendimento, ao concluir que, na sua amostra, nenhum projeto apoiado por investidores profissionais registou insucesso, evidenciando a existência de um efeito positivo decorrente da sua participação<sup>90 91</sup>. Os amigos e família dos promotores são investidores com acesso a informação privilegiada, pelo que emanarão um sinal de confiança para o exterior, uma vez que possui mais informação sobre o promotor, o seu passado, sucessos anteriores e muitas vezes expectativas mais realistas. Assim sendo, o facto de amigos e família estarem dispostos a investir em determinado projeto poderá transmitir ao mercado uma maior segurança, uma vez que são as pessoas com mais informações<sup>92</sup>.

- (IV) Grandes investimentos - Expomos a racionalidade por detrás de investir em projetos que tenham recebido grandes quantias de investimentos, uma vez que o facto de alguns investidores estarem dispostos a ceder grandes quantias monetárias emitirá ao mercado segurança, uma vez que, apenas investidores sólidos terão disponibilidade para investir esses montantes. Cumulativamente, representa o otimismo do investidor na qualidade e sucesso do projeto, visto que, se estivesse mais reticente na sua viabilidade seria mais cauteloso e investiria montantes mais baixo pelo receio de o perder<sup>93</sup>.
- (V) Patentes - As patentes, enquanto direito exclusivo que um titular pode requerer relativamente a uma invenção, que lhe concede a possibilidade de exploração e produção<sup>94</sup> da mesma, em contrapartida da sua divulgação pública, poderá também influenciar positivamente os investidores a financiar o projeto. A criação de patentes,

---

<sup>90</sup> Signori, Andrea; Vismara, Silvio (2018), *Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms*, Journal of Corporate Finance, Volume 50, Pages 575-591, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018>.

<sup>91</sup> Reichenbach, F., Walther (2021), *M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure*, Financ Innov 7, 54, Pages 5-24, <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>

<sup>92</sup> Tomboc, Gmeleen Faye (2013), *The Lemons Problem In Crowdfunding*, 30 J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.253, Pages 12-19.

<sup>93</sup> Reichenbach, F., Walther (2021), *M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure*, Financ Innov 7, 54, Pages 5-24, <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>.

<sup>94</sup> Cfr. Código da Propriedade Industrial, Art. 101º e ss.

ou pedidos de patentes pendentes em situações mais iniciais do projeto, podem ser potenciais dissuasores contra futuros participantes no mercado, revelando-se como um sinal positivo e qualidade da empresa<sup>95</sup>. Demonstra também diligência por parte dos empreendedores, sugerindo que estes estão já a tomar as precavidas medidas para se proteger. A propriedade de uma patente também fornece informações técnicas importantes aos potenciais investidores que de outro modo seriam difíceis de comunicar, como por exemplo, que a organização atingiu um certo estágio de desenvolvimento e maturidade da sua ideia<sup>96</sup> e já investiu tempo e recursos na sua preservação.

Deste modo, os empreendedores enviam sinais aos investidores, relativamente a características não observáveis, podendo ou não atrair investimentos, nomeadamente através dos comportamentos de um conjunto alargado de indivíduos, atualizações durante a campanha, informações relativamente aos empreendedores, existência dos investidores profissionais e a percentagem de participação disponível para o público.

#### **8. A PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES - Em especial o Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento e do Conselho e Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo**

Embora os sinais emitidos pelo mercado sejam importantes para os investidores analisarem e tentarem compreender quais dos projetos são bons para investir e quais são os *lemons*, consideramos que a chave para reduzir os riscos associados ao *crowdfunding*, sem interferir gravemente com os benefícios que esta fonte de financiamento providencia, será através da redução da assimetria informativa e da consequente regulação de mecanismos próprios e específicos para o financiamento colaborativo de capital.

O Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020 pretende assegurar a proteção dos investidores aquando da realização dos seus investimentos em plataformas de financiamento colaborativo, através da implementação de diversos mecanismos:

---

<sup>95</sup> Ahlers, Gerrit KC; Cumming, Douglas; Günther, Christina; Schweizer, Denis; (2015) *Signaling in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, Volume 39 (issue 4), Pages 955-980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>.

<sup>96</sup> *Idem*

- (i) Menção direta de que os prestadores de serviços de financiamento colaborativo devem agir de forma honesta, equitativa e profissional, no interesse dos seus clientes<sup>97</sup>;
- (ii) Mecanismos de governação que garantam uma gestão eficaz e prudente da atividade. O órgão de gestão de cada prestador de serviços de financiamento colaborativo, deve estabelecer políticas e procedimentos adequados, incluindo a separação de funções, a continuidade das atividades e prevenção de conflitos de interesses, de modo a promover a integridade do mercado e os interesses dos clientes<sup>98</sup>. Estas salvaguardas prudenciais e o plano de continuidade das atividades deve ser revisto de dois em dois anos<sup>99</sup>. Quando esteja em causa *crowdfunding* de empréstimo, os prestadores de serviços devem estabelecer sistemas e controlos adequados para avaliar os riscos relacionados com os empréstimos, e, quando os prestadores disponibilizarem serviços de gestão individual de carteiras, devem garantir que dispõem de um sistema e controlos adequados para a gestão do risco<sup>100</sup>. Uma vez que o risco de incumprimento não é assumido pelo prestador de serviço, o legislador impõe às plataformas um dever acrescido de avaliação do risco de crédito associado aos projetos que disponibiliza, devendo dispor de metodologias de avaliação do risco que lhes permitam examinar a solvabilidade e a capacidade de reembolso dos promotores de projeto<sup>101</sup>. Cumulativamente, as plataformas encontram-se vinculadas a um dever de transparência para com os investidores, devendo comunicar-lhes de forma clara os elementos centrais da avaliação de risco e os fatores determinantes da fixação da taxa de juro, informação que deve constar no *Key Investment Information Sheet (KIIS)*<sup>102</sup>, como será posteriormente analisado;

---

<sup>97</sup> Artigo 3º nº2 Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>98</sup> Artigo 4º nº1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>99</sup> Artigo 4º nº3 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>100</sup> Artigo 4º nº2 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>101</sup> Artigo 4º nº4 alínea a) e b) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>102</sup> Ferretti, Fabio (2022), Legal issues in the obligations for an effective governance of crowdfunding service providers, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European*

- (iii) A integridade dos responsáveis é também objeto de verificação, através de uma *due diligence* realizada pelas plataformas aos promotores de projetos de modo a garantir que os mesmos não possuem (i) antecedentes criminais em matérias como insolvência, fraude, serviços financeiros ou branqueamento de capitais, e (ii) o promotor não está estabelecido numa jurisdição não cooperante<sup>103 104</sup>, e que sejam adotadas regras internas específicas que garantam a imparcialidade na prestação de serviços<sup>105</sup>.
- (iv) Criação de procedimentos eficazes e transparentes com vista ao tratamento expedito, equitativo e coerente das queixas recebidas de clientes<sup>106</sup>, entenda-se investidores ou promotores de projetos.
- (v) Adoção de regras internas para mitigar conflitos de interesses<sup>107</sup>, uma vez que os prestadores de serviços devem atuar como intermediários neutros, existindo diversas situações que podem gerar conflitos de interesse como por exemplo interesses contraditórios entre clientes da mesma categoria (investidores ou promotores de projetos), ou a existência de interesses próprios dos prestadores de serviços<sup>108</sup>. Neste sentido devem ser garantidas regras internas, escritas, de acordo com o tamanho, natureza, escala e complexidade no negócio<sup>109</sup>. O n.º1 do artigo 1º RTS estabelece que estas regras internas devem ser implementadas de acordo com o sistema de controlo interno de três linhas de defesa, entenda-se as unidades operacionais de gestão do dia-

---

*Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, Pages 90

<sup>103</sup> Diretiva (UE) 2015/849 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de maio de 2015

<sup>104</sup> Artigo 5º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>105</sup> Artigo 8º Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>106</sup> Considerando 23 e artigo 7º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>107</sup> Artigo 8º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>108</sup> Duarte, Pereira Diogo (2022), O Regulamento europeu de Crowdfunding: risco de intermediação e conflitos de interesses. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, v. LXIII, n. 1 e 2, p. 271-295

<sup>109</sup> Artigo 1º n.º1 Regulamento Delegado (UE) 2022/2111 da Comissão, de 13 de julho de 2022

a-dia, as funções de risco e *compliance*, e a função de auditoria<sup>110</sup>. De modo a garantir a sua neutralidade, os prestadores de serviços não podem deter qualquer tipo de participação nas ofertas<sup>111</sup>, impedindo que a plataforma utilize a sua posição de domínio informativo para favorecer projetos em que tenha interesse direto, em detrimento da proteção dos investidores. As plataformas de *crowdfunding* devem ser intermediadores neutros, pelo que os principais acionistas, gestores, colaboradores ou qualquer pessoa singular ou coletiva que esteja estritamente ligada por via de controlo, não deve atuar como promotor de projetos relativamente aos serviços de *crowdfunding* oferecidos na respetiva plataforma<sup>112</sup>. As pessoas anteriormente mencionadas podem investir nos projetos, desde que tal participação seja realizada em condições de plena igualdade com os demais investidores e mediante divulgação clara e atempada de potenciais conflitos<sup>113</sup>, e desde que estejam em vigor procedimentos de salvaguarda de conflitos de interesse<sup>114</sup>. Esta solução procura equilibrar a proteção dos investidores com a realidade prática de que os próprios *insiders* podem ter interesse legítimo em apoiar iniciativas da plataforma.

Reconhecendo a necessidade de reforçar a confiança no mercado, o legislador dedicou um capítulo específico à proteção dos investidores, com forte inspiração no MiFID II<sup>115</sup>, de modo a garantir que todas as informações, incluindo as comunicações fornecidas pelos prestadores

---

<sup>110</sup> *Idem*

<sup>111</sup> Art 8º nº1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>112</sup> Considerando 26 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>113</sup> Art 8º nº2, segunda parte do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>114</sup> Duarte, Diogo Pereira (2022), O Regulamento Europeu de Crowdfunding: Risco de intermediação e conflitos de interesses, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, p. 138, 2022

<sup>115</sup> Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

de serviço aos clientes são claras, corretas e não induzem em erro <sup>116</sup>, bem como acessíveis e compreensíveis.

No que concerne as informações a fornecer, o legislador foca-se essencialmente em garantir a transparência enquanto uma obrigação em três áreas centrais: (i) a prestação de informações aos investidores relacionadas com a atividade da plataforma (e.g., custos e encargos relacionados com os serviços de *crowdfunding*, natureza e riscos associados ao *crowdfunding*, critérios de seleção dos projetos, conflitos de interesse)<sup>117</sup>; (ii) a prestação de informações sobre os investimentos (riscos financeiros associados aos investimentos e inaplicabilidade de esquemas de garantia nomeadamente os serviços não estão cobertos pelo sistema de garantias de depósitos e de que os valores mobiliários ou os instrumentos admitidos para efeitos de financiamento colaborativo adquiridos através da plataforma não estão cobertos pelo sistema de indemnização dos investidores)<sup>118</sup>; e (iii) informações relacionadas com os direitos dos investidores (e.g., período de reflexão e modalidades para revogar uma oferta de investimento ou uma manifestação de interesse, direito de acesso aos registos)<sup>119</sup><sup>120</sup>. A criação deste capítulo permite compreender que o legislador europeu reconheceu que a assimetria informativa é um dos principais riscos, em especial para os investidores não profissionais, pelo que exige a prestação de informações de forma concisa, eficiente e sucinta, de modo a ser compreendida por um investidor médio, e facilmente acessível <sup>121</sup> no site da plataforma.

---

<sup>116</sup> Considerando 39 e Artigo 19º nº1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>117</sup> Artigo 19º nº1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>118</sup> Artigo 19º nº2 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>119</sup> Duarte, Diogo Pereira (2022), Investor protection and information to clients, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, Pages 272

<sup>120</sup> Artigo 19º nº3 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>121</sup> Artigo 19º nº5 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

É exigida a realização de uma prova de conhecimentos para admissão e simulação da capacidade de suportar perdas, com o intuito de avaliar o perfil dos investidores<sup>122</sup>, garantindo a distinção entre os investidores sofisticados e não sofisticados. Cumpre distinguir distinção entre as categorias de investidores: os investidores sofisticados podem ser pessoas singulares ou coletivas, de acordo com os *threshold* presentes na Diretiva 2014/65/UE, anexo II, secção I, ponto 1,2,3,4 ou uma pessoa singular ou coletiva que foi aprovada pelo prestador de serviço de financiamento colaborativo para ser tratado como um investidor sofisticado em conformidade com o anexo II do presente regulamento<sup>123</sup>. A criação da categoria de investidor sofisticado, tipicamente associada aos *business angels* e *venture capitalists*, permite a simplificação do *Onboarding* destes investidores em comparação com os procedimentos previstos no MiFID II, garantindo um acesso mais fácil às fontes de investimento<sup>124</sup>. O regulamento exige a realização de uma prova de conhecimentos anterior ao acesso ao investimento, de modo que os prestadores de serviços avaliem se e quais os serviços de financiamento colaborativo são adequados para os potenciais investidores não sofisticados<sup>125</sup>. Para esta avaliação são consideradas informações sobre a experiência, os objetivos de investimento e a situação financeira dos potenciais investidores não sofisticados e a compreensão básica do risco inerente ao investimento em geral e do risco associado aos tipos de investimentos oferecidos na plataforma<sup>126</sup>. O teste deve ser revisto de dois em dois anos<sup>127</sup>, mas o regulamento não especifica se é necessário solicitar todas as informações novamente. No caso dos investidores não sofisticados e caso os prestadores de serviços de financiamento

---

<sup>122</sup> Artigo 21º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>123</sup> Artigo 2º nº1 j) do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>124</sup> De Smet, J. (2022), *Between investor protection and access to crowdfunding: A commentary on Article 21 of the European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation*, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, Pages 287

<sup>125</sup> Artigo 21º nº1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>126</sup> Artigo 21º nº2 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>127</sup> Artigo 21º nº3 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

colaborativo considerem, com base nas informações recebidas, que os investidores têm conhecimentos, competências e experiência insuficientes, devem informar estes potenciais investidores de que os serviços poderão não ser adequados, dirigindo-lhes uma advertência de risco. Neste sentido, os investidores não sofisticados devem declarar expressamente que receberam e compreenderam a advertência<sup>128</sup>, ou seja, não existe nenhuma proibição de investir mesmo quando o prestador de serviços não considere o investidor adequado. Deste modo, pode ser considerado desproporcional a informação solicitada, em comparação com o simples aviso ao risco emitido. Tendo em consideração o objetivo de dissuadir um potencial investidor em determinado investimento pela advertência ao risco, seria mais adequado para os prestadores de serviços fornecerem para todos os investidores um aviso genérico de modo que estes reconhecessem o risco de perder a totalidade do dinheiro investido<sup>129</sup>.

Cumulativamente, deve ser realizada uma simulação da capacidade de um investidor não sofisticado de suportar perdas, correspondente a 10 % do seu património líquido<sup>130</sup>, devendo esta simulação ser revista anualmente. Independentemente do resultado da simulação, os investidores não podem ser impedidos de investir em projetos de financiamento colaborativo, sendo a única consequência a de que o investidor recebe o resultado da sua simulação e precisa de o reconhecer expressamente<sup>131</sup>. No que concerne os investidores sofisticados, o legislador não exige a realização de provas de conhecimento, uma vez que considera, devido ao seu maior grau de conhecimento e experiência, que estes estão conscientes dos riscos associados aos investimentos em causa<sup>132</sup>. O Regulamento prevê ainda a obrigação de fornecer ao investidor uma ficha de informação fundamental sobre o investimento elaborada pelo promotor do

---

<sup>128</sup> Artigo 21º n.º4 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>129</sup> De Smet, J. (2022), *Between investor protection and access to crowdfunding: A commentary on Article 21 of the European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation*, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, Pages 293

<sup>130</sup> Artigo 21 n.º1 e 5º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>131</sup> Artigo 21º n.º6 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>132</sup> Considerando 44 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

projeto<sup>133</sup>, e outra ficha semelhante, mas elaborada pelo prestador de serviços para os casos de gestão individual de carteiras de empréstimo<sup>134</sup>. O seu objetivo principal é garantir que os investidores dispõem de toda a informação necessária para tomar decisões de investimento conscientes e fundamentadas, contendo indicadores específicos e pertinentes, adaptados à natureza do projeto e à estrutura jurídica do financiamento<sup>135</sup>.

O legislador reforçou estas obrigações ao atribuir à EBA em cooperação com a ESMA, a competência para elaborar Normas Técnicas de Regulamentação (RTS)<sup>136</sup>, destinadas a garantir maior detalhe relativamente aos diferentes artigos presentes no regulamento. Neste sentido, o anexo VII, estabelece detalhes relativamente à simulação presente no artigo 21º n.º<sup>137</sup>, detalhando a fórmula de cálculo do património líquido<sup>138</sup>. Cumulativamente, no anexo VIII é detalhado o modelo das fichas de informação fundamental sobre o investimento presente no artigo 23º<sup>139</sup>, contemplando um *template* com o objetivo de garantir que as informações disponibilizadas aos investidores seguem as mesmas bases e são, deste modo, comparáveis entre si, garantindo a interoperabilidade dos dados e a interconexão das informações incluídas na ficha de informações essenciais sobre investimentos com outras informações. Este anexo concretiza parte substancial das obrigações de informação impostas pelo artigo 19.º, prevendo

---

<sup>133</sup> Artigo 23º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>134</sup> Artigo 24º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>135</sup> Considerando 51 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>136</sup> Artigo 19º n.º7 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro e Regulamento Delegado (UE) 2022/2114 da Comissão, de 13 de julho de 2022

<sup>137</sup> Anexo VII, artigo 5 a 12º do *Final Report Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation* e Regulamento Delegado (UE) 2022/2111 da Comissão, de 13 de julho de 2022

<sup>138</sup> Net worth = (net annual income) + (total of liquid assets) - (annual financial commitments) de acordo com o artigo 8º do Anexo VII do *Final Report Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*

<sup>139</sup> Anexo VIII do *Final Report Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation* e Regulamento Delegado (UE) 2022/1503 da Comissão, de 13 de julho de 2022

secções específicas sobre custos e encargos (Parte H) e sobre riscos principais de cada oferta (Parte C).

O artigo 22.º consagra ainda um período de reflexão pré-contratual de quatro dias, durante o qual o investidor não sofisticado pode retirar a sua oferta sem justificação nem penalização, permitindo evitar uma situação em que o investidor aceita uma oferta para se vincular a um contrato sem qualquer possibilidade de retração durante um período adequado<sup>140</sup>.

Por fim, os investidores têm acesso a documentação, nomeadamente (i) relativos aos serviços e operações realizadas pelos prestadores de serviços e, (ii) contratos celebrados entre os prestadores e os clientes. Os prestadores de serviços estão obrigados a informar os clientes relativamente aos seus direitos de acessos e a conservar os registos por um período de 5 anos<sup>141</sup>. No entanto, de acordo com a redação do artigo, parece ser suficiente que os prestadores de serviços disponibilizem aos clientes uma descrição da informação constante dos registos, não sendo necessário fornecer documentos originais<sup>142</sup>.

No *crowdfunding* de empréstimo, o principal risco é a inadimplência do mutuário que pode resultar na não restituição do capital ou no não pagamento dos juros. A avaliação da solvabilidade do mutuário é, portanto, fundamental, sendo que, algumas plataformas oferecem empréstimos com garantias reais, enquanto outras não, pelo que o investidor deve ser informado em relação a cada oferta, de modo que consiga tomar a decisão mais adequada ao seu perfil e preferências. Neste sentido, os investidores devem compreender a taxa de incumprimento dos projetos de financiamento colaborativo<sup>143</sup>, uma vez que estas permitem fornecer aos investidores informações que contribuem para a compreensão do risco de perda do capital que ponderam investir num empréstimo. Esta comunicação deve ser realizada

---

<sup>140</sup> Considerando 47 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>141</sup> Artigo 26º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>142</sup> Duarte, Diogo Pereira (2022), Investor protection and information to clients, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, Pages 278

<sup>143</sup> Artigo 20º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

anualmente, ao longo de pelo menos, os 36 meses anteriores<sup>144</sup>. O Anexo VI do RTS especifica a metodologia para o cálculo das taxas de incumprimento dos empréstimos oferecidos em plataformas de *crowdfunding*, devendo ter em consideração<sup>145</sup> (a) o prestador de serviços de crowdfunding considere que o titular do projeto tem baixa probabilidade de pagar integralmente, ou de outra forma cumprir as suas obrigações de crédito relacionadas com o empréstimo em causa, sem recurso a ações como a execução de garantias; (b) o titular do projeto possui um atraso superior a 90 dias relativamente a qualquer obrigação de crédito material ligada ao empréstimo em questão. Com esta obrigação, o legislador pretende reduzir as assimetrias de informação e o risco associado de os investidores não compreenderem a natureza e o tipo de risco envolvido no investimento que realizam, sendo necessário manter os registos em benefício dos clientes de modo a demonstrar a evolução da relação no que diz respeito às ordens transmitidas e às transações efetuadas pelas empresas<sup>146</sup>. As informações anteriormente mencionadas devem ser fornecidas atempadamente, uma vez que a falta das mesmas aumenta exponencialmente o risco para os investidores<sup>147</sup>.

No ordenamento português também o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo contém artigos específicos relacionados com a proteção dos investidores específicos para o financiamento colaborativo de capital e de empréstimo, assim como artigos genéricos aplicáveis a todas as modalidades. No que concerne as obrigações e deveres aplicáveis às diferentes modalidades, é exigido que os investidores declarem, no ato da subscrição, que compreendem as condições do negócio, nomeadamente quanto aos riscos associados ao investimento e as relações que estabelecem com a plataforma de financiamento colaborativo e com os beneficiários do investimento<sup>148</sup>. As modalidades de capital e empréstimo, por estarem harmonizadas ao nível europeu, sofreram maior reestruturação, sendo que a secção II

---

<sup>144</sup> Artigo 20º nº1 do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

<sup>145</sup> Artigo 1º do anexo VI do *Final Report Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation* e Regulamento Delegado (UE) 2022/2115 da Comissão, de 13 de julho de 2022

<sup>146</sup> Semelhante ao considerando 57 do MiFID II

<sup>147</sup> Duarte, Diogo Pereira (2022), *Investor protection and information to clients*, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, Pages 277

<sup>148</sup> Artigo 8º da lei nº102/2015 de 24 de agosto

Financiamento colaborativo de capital ou empréstimo foi substituído por um novo capítulo III-A com o mesmo nome, que estabelece requisitos harmonizados para os prestadores de serviços de financiamento colaborativo de capital ou empréstimo. Neste sentido, foram introduzidos um conjunto de disposições centradas na proteção dos investidores, na imposição de deveres de transparência e imparcialidade às entidades gestoras das plataformas, bem como na sujeição destas à autorização e supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Cumulativamente, é determinada a presunção de culpa dos prestadores de serviços de financiamento colaborativo quando o dano seja causado no âmbito das relações contratuais e pré contratuais sendo obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres legais ou regulamentares relativos à organização, funcionamento e exercício da atividade<sup>149</sup>. O artigo 17º contempla também a necessidade de os prestadores de serviços realizarem as fichas de informação fundamental sobre o investimento e comunicações comerciais, sendo responsáveis pelos danos causados em matéria de qualidade da informação prestada<sup>150</sup>.

## 9. CONSIDERAÇÕES E PRÓXIMOS PASSOS

O legislador europeu, e por consequência o legislador português, reconhece a assimetria de informação existente nas modalidades de financiamento de *crowdfunding*, tendo, deste modo, atribuído uma posição de intermediação entre os investidores e os promotores de projetos, conferindo-lhes um papel fundamental de garantir na intermediação de informação. Como analisado no capítulo anterior, o Regulamento (UE) 2020/1503 contempla uma série de deveres de diligência e de informação destinados a assegurar que os investidores, em especial os não sofisticados, tenham acesso a informações relevantes, claras e compreensíveis sobre os projetos em que pretendem investir.

No entanto, algumas fragilidades decorrentes deste modelo de financiamento persistem, e justificam reflexão e propostas de melhoria:

- (I) O artigo 4º determina que o órgão de gestão de cada prestador de serviços deve estabelecer políticas e procedimentos adequados que garantam uma gestão eficaz, assim como estabelecer sistemas e controlos adequados para avaliar os riscos. No

---

<sup>149</sup> Artigo 15-A nº3 e 4 da lei nº102/2015 de 24 de agosto

<sup>150</sup> Artigo 17º nº5 da lei nº102/2015 de 24 de agosto

entanto, este artigo é genérico e pouco concreto, devendo ser concretizado pelo legislador. Deste modo, seria benéfico por exemplo a obrigação de emissão de relatórios regulares, permitindo aos investidores aceder a informação objetiva e validada acerca da situação financeira e operacional das plataformas e dos projetos nelas disponibilizados ou a criação de comités de risco independentes de modo a assegurar a imparcialidade na avaliação dos projetos.

- (II) O artigo 5º estabelece que os prestadores de serviços de financiamento colaborativo se comprometem a um nível de diligência mínima relativamente aos prestadores de projetos. Embora esta obrigação represente um avanço relevante, seria desejável que a sua extensão incluísse verificações mais abrangentes, nomeadamente ao nível de verificações de crédito, insolvência/falência e idoneidade da empresa<sup>151</sup>. O robustecimento da análise exigida no âmbito de uma *due diligence* constitui um mecanismo eficaz de mitigação da assimetria informativa, na medida em que proporcionaria ao financiador um acesso mais amplo e detalhado a informações relevantes. Cumulativamente, embora seja prevista a obrigatoriedade de realização da *due diligence*, não se encontra expressamente estabelecido que, na hipótese de os promotores do projeto não satisfazerem os níveis de diligência requeridos, tal circunstância deva ser comunicada ao investidor ou que, em consequência, o projeto seja impedido de ser disponibilizado na plataforma<sup>152</sup>. Tal omissão normativa gera uma lacuna relevante, pois transfere para o investidor o risco de participar em projetos cujos promotores podem não cumprir padrões mínimos de transparência e fiabilidade, fragilizando o princípio da proteção do investidor que o próprio regime jurídico procura assegurar;
- (III) O artigo 21º estabelece limites de investimentos para os investidores não sofisticados, de modo a reduzir a exposição excessiva e proteger os investidores de riscos elevados. No entanto, os limites definidos apresentam um carácter genérico, não refletindo as circunstâncias individuais de cada investidor, como o património total, tolerância ao risco, experiência prévia ou contexto financeiro pessoal. O estabelecimento de limites permitira uma proteção mais realistas, se estes fossem

---

<sup>151</sup> Louisse, M. (2022), *Due diligence of project owners (Art. 5)*, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing, pages 107- 112

<sup>152</sup> *Idem*

ajustados de acordo com o nível de risco individual do projeto, o setor de atividade, do promotor do projeto ou à probabilidade de perda do capital. Projetos de elevado risco poderiam ser acompanhados de limites mais restritivos, enquanto projetos mais consolidados ou de menor risco permitiriam investimentos superiores, refletindo com maior precisão a exposição real do investidor e reduzindo a assimetria informativa;

- (IV) O regulamento prevê igualmente a realização de simulações de capacidade de um investidor não sofisticado de suportar perdas, correspondente a 10% do seu património líquido<sup>153</sup>, sendo este processo custeado pelo prestador de serviços. Todavia, a utilidade desta simulação depende da veracidade dos dados fornecidos pelo investidor, uma vez que não existe qualquer obrigação por parte dos prestadores de serviços de a verificar. Para aumentar a fiabilidade desta ferramenta, seria recomendável que os prestadores de serviços adotassem mecanismos de confirmação da exatidão dos dados inseridos pelos investidores, garantindo uma simulação fidedigna da capacidade de suportar perdas, através de por exemplo declarações fiscais recentes ou comprovativos de investimentos financeiros.
- (V) Existe a obrigação de informação dos investidores, em especial os não sofisticados, relativamente aos riscos e adequação a cada investimento, assim como o dever de informar os investidores relativamente a restrições, mecanismos de saída, e direitos de voto, presente no anexo I parte F do regulamento. No entanto estas obrigações concentram-se quase exclusivamente na fase de angariação de fundos, sem estabelecer requisitos pós-investimento. Considera-se, portanto, que seria benéfico impor aos promotores a obrigação de remeter relatórios financeiros regulares, semestrais ou trimestrais, aos investidores. Esta regular partilha de informação poderia diminuir o *gap* existente entre os acionistas, mantendo os seus investidores minoritários ocorrentes da situação financeira da sociedade. Esta partilha poderia, à luz da legislação já existente, ser intermediada pelas plataformas, que poderiam ficar responsabilizadas por garantir que os investidores recebem as devidas e necessárias informações, permitindo reduzir o hiato informacional entre acionistas maioritários e minoritários e mantendo os investidores atualizados sobre a situação financeira e operacional da empresa.

---

<sup>153</sup> Artigo 21 n.º 1 e 5.º do Regulamento (UE) 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de outubro

- (VI) A assimetria informativa é sentida em especial porque os acionistas maioritários terão acesso a mais e melhores informações, dificultando a capacidade de realizar uma avaliação precisa do futuro da empresa e da gestão que os seus órgãos ou que os sócios maioritários estão a tomar. Avaliar este desempenho abrange, não apenas resultados financeiros, mas também uma avaliação do futuro pelo que podem ser contempladas a inclusão de *financial covenants*, firmando um conjunto de ações que, por imposição dos credores, os sócios e gerentes não estarão permitidos de realizar ou necessitam de conferenciar/obter autorização dos credores<sup>154</sup>. A título de exemplo, iremos mencionar algumas das condições que consideramos que possam ter um impacto positivo na redução do *gap* existente (i) podem ser estabelecidas restrições de endividamento adicional, exigindo à empresa que não contraia dívidas adicionais significativas ou apenas detendo essa possibilidade através do consentimento dos investidores, uma vez que poderá onerar a empresa com dívidas excessivas, (ii) restrições de alteração na estrutura de capital, entenda-se por exemplo a emissão de novas ações ou o pagamento de dividendos, (iii) requisitos de informação, exigindo que a empresa emita relatórios regulares, de modo a fornecer informações atualizadas sobre o progresso do negócio, finanças ou desenvolvimentos relevantes. Estas obrigações poderão conduzir ao equilíbrio dos papéis investidores/beneficiários na empresa, e a uma maior inclusão nas decisões *core* destas.
- (VII) Numa ótica semelhante, considerando a possibilidade de a empresa angariar diversos investidores para um projeto, e tendo em consideração que as PME's ou *start-ups* muitas vezes não possuem uma estrutura organizacional fortalecida e adequada para garantir o esclarecimento de todos os novos sócios minoritários, seria benéfico aproveitar o papel de intermediação dos prestadores de serviço, prolongando as suas obrigações, de modo a fornecer continuamente um canal aberto para uma fácil comunicação entre as partes. O *crowdfunding* de capital pauta-se pela possibilidade de aproximar investidores e promotores de projetos que poderão não partilhar o mesmo espaço geográfico. Ao disponibilizar um canal aberto entre as partes, a plataforma poderia garantir que, caso assim o pretendam, as partes poderão continuamente trocar ideias e informações, mantendo um diálogo que, por

---

<sup>154</sup> Pereira, Jorge Brito (2023), *Contratos Bancários*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, Pages 148–184.

vezes pode ser difícil de estabelecer. Um dos riscos que os intervenientes poderão ter é o facto de, após a libertação dos fundos, os beneficiários deixarem de lhes dar resposta. Neste sentido, a plataforma poderia ter um papel fundamental em garantir que existiria sempre uma resposta do lado dos promotores de projeto, aplicando sanções, por exemplo impedindo os beneficiários de realizar posteriores campanhas ou rondas de financiamento na plataforma;

- (VIII) Um dos riscos que os investidores de *crowdfunding* de capital poderão incorrer, é a possibilidade de ficarem “presos” nas empresas, ou seja a liquidez reduzida das participações minoritárias, dado que o mercado secundário em Portugal é quase inexistente, e os investidores minoritários, ao adquirir participações reduzidas/minoritárias poderão não as conseguir vender por não serem aliciantes a futuros investidores. Uma solução será a inclusão de direitos ou cláusulas de *tag along*, permitindo que os acionistas minoritários vendam as suas participações nas mesmas condições oferecidas a acionistas maioritários em caso de venda da participação controladora. Esta medida reduziria significativamente o risco de aprisionamento do investidor, garantindo condições equitativas de saída.

No plano nacional, a lei 102/2015 de 24 de agosto também apresenta fragilidades adicionais nomeadamente a ausência de definição legal clara e autónoma para as modalidades de financiamento colaborativo de capital e por empréstimo. Ao contrário do que sucede com as modalidades de donativo e recompensa, que beneficiam de menções mais explícitas na lei, as modalidades financeiras carecem ainda de consagração terminológica inequívoca no artigo 3.º, o que pode gerar incertezas interpretativas. Esta omissão pode, inadvertidamente, transmitir a ideia de que o legislador despendeu menor atenção às modalidades financeiras, apesar de serem estas que apresentam maior risco para os investidores. Embora a tentativa de uniformização da legislação possa ser benéfica, esta revisão legislativa poderá acarretar algumas fragilidades e lacunas, pela extrema dependência do regime europeu. A lei portuguesa perdeu densidade normativa no domínio do *crowdfunding* de capital e empréstimo, uma vez que diversas disposições anteriormente explanadas na lei, nomeadamente ao nível dos limites de investimento ou obrigações relativas aos beneficiários e plataformas, foram revogadas, sendo substituídas por meras remissões para o regulamento europeu, fragilizando assim a autonomia do regime português.

Adicionalmente, a distribuição da matéria sancionatória entre as várias secções do Capítulo III-B, embora mais estruturada do que no regime anterior, poderia beneficiar de uma

sistematização mais clara e menos dispersa. A multiplicação de artigos, especialmente nas secções relativas às modalidades financeiras, sem uma articulação direta com os deveres previstos no Capítulo III-A, dificulta a leitura integrada do regime e pode comprometer a sua eficácia prática, sobretudo para os operadores do setor. De igual modo, a remissão sistemática para regulamentos europeus e normas complementares poderá causar alguma confusão em sede de aplicação prática, na medida em que fragmenta a fonte normativa e dificulta a perceção do conteúdo obrigacional por parte das entidades gestoras.

## 10. CONCLUSÃO

Como verificámos o financiamento colaborativo, especialmente o de capital e de empréstimo, apresenta-se simultaneamente como uma oportunidade e um desafio. Por um lado, constitui uma via alternativa e promissora para o financiamento das PME's, que compõem o tecido empresarial português, e para a concretização de projetos empreendedores e *start-ups* que, de outro modo, poderiam permanecer sem acesso a financiamento tradicional. Acresce que o crescente dinamismo do mercado português e a sua atratividade para investidores estrangeiros tornam este instrumento especialmente relevante, potenciando a entrada de capitais e a diversificação das fontes de financiamento. No entanto, estas possíveis vantagens, embora devam ser incentivadas, devem igualmente oferecer segurança, quer aos investidores, quer aos promotores dos projetos. A assimetria informativa, que caracteriza de forma estrutural estes mercados, fragiliza a posição dos investidores, sobretudo os não sofisticados, e ameaça a confiança global no sistema. A teoria *supra* explanada do “mercado de limões”, de Akerlof, demonstra que, na ausência de mecanismos de sinalização eficazes, a dificuldade em distinguir entre projetos de qualidade e projetos de baixo valor pode conduzir a uma degradação progressiva da qualidade média dos investimentos disponíveis.

Tanto na União Europeia como em Portugal, têm sido realizados esforços nesse mesmo sentido, existindo uma crescente consciencialização dos riscos, e uma tentativa de regular a atividade sem que sejam implementadas medidas que onerem, em demasia, esta modalidade de financiamento. Embora o Regulamento (UE) 2020/1503 tenha introduzido instrumentos como a Ficha de Dados Fundamentais do Investimento e testes de adequação para investidores não sofisticados, a legislação nacional não densifica suficientemente os deveres das plataformas quanto à validação prévia dos projetos, à monitorização contínua dos riscos, ou à verificação independente da informação fornecida pelos proponentes. Esta insuficiência pode comprometer a confiança no mercado e limitar a eficácia do próprio regime, ao não garantir

um verdadeiro nivelamento do acesso à informação. O problema intensifica-se quando os investidores passam a pertencer ao tecido empresarial, mas, por não possuírem participações significativas, não detêm um acesso igualitário à gestão e decisões realizadas dentro da empresa. Quanto mais ampla for a divulgação de informações por parte de uma empresa, não só em termos de quantidade, mas também de qualidade, e quanto maior for a transparência ao longo de todo o processo, maior será a confiança que os investidores depositarão nessa mesma empresa e no projeto, resultando numa disposição mais elevada para investir. Por consequência, a implementação de normas rigorosas de transparência e divulgação de informações, tanto durante a captação de investimentos e em fases posteriores, como aquando da entrada de capital na sociedade, revela-se benéfica para ambas as partes envolvidas. Do ponto de vista dos investidores, essa abordagem facilita a pesquisa e compreensão dos sinais, reduzindo a assimetria informativa. Já para os empreendedores, especialmente aqueles que não se enquadram na categoria de *lemons*, a sua transparência e abertura para fornecer informações ao exterior aumenta as oportunidades para captar financiamento, uma vez que os financiadores não se deparam com as preocupações associadas ao problema dos "limões". Quanto mais seguro e transparente for o investimento em *crowdfunding*, menor os esforços que os investidores necessitam de empregar para a identificação de *lemons*, pelo que a sua disponibilidade em investir irá, consecutivamente, aumentar. Aumentando esta disponibilidade de investir, será, cada vez mais aliciante para as empresas de melhor qualidade entrar neste mercado. Consequentemente, empresas e projetos de menor qualidade serão gradualmente expulsas do mercado.

Neste sentido, impõe-se um equilíbrio delicado. Uma regulação excessivamente onerosa pode inibir a utilização do *crowdfunding*, afastando as PME e *start-ups* que mais poderiam beneficiar deste instrumento. Já uma regulação demasiado permissiva compromete a proteção do investidor e prejudica a confiança no sistema. Existirão sempre *lemons* que se irão aproveitar do mercado, no entanto, através da interpretação dos sinais disponibilizados pelo mercado, mas especialmente de uma regulação que implique a disponibilização de informação entre as partes, este mercado pode tornar-se consecutivamente e progressivamente cada vez mais próspero. A regulação, conjugada com mecanismos de sinalização e boas práticas de governação, poderá contribuir para que este mercado prospere, atraindo projetos de qualidade e mitigando o impacto dos inevitáveis "limões". Não se trata de transformar o *crowdfunding* num mercado isento de risco, mas antes de criar condições para que o risco seja compreendido, partilhado e gerido de forma equilibrada entre todos os intervenientes.

## BIBLIOGRAFIA

Mollick, Ethan (2014), The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005> (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S088390261300058X>).

Catarino, Luís Guilherme (2018), *Crowdfunding e Crowdinvestment: O regresso ao futuro?*, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, [https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public\\_32.pdf](https://www.fd.uc.pt/cedipre/wp-content/uploads/pdfs/co/public_32.pdf).

A Brief History of Crowdfunding [Infographic], n.d. [Www.startups.com](http://www.startups.com). <https://www.startups.com/library/expert-advice/history-of-crowdfunding>.

Fricke, Eric; Scott Fung & M. Sinan Goktan (2021), Is “accredited crowdfunding” a lemons market? Evidence from 506(c) filings, *Journal of Small Business Management*, 59:2, 312-336, DOI:10.1080/00472778.2020.1849715 <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00472778.2020.1849715>.

Fricke, Scott Fung & M. Sinan Goktan (2021) Is “accredited crowdfunding” a lemons market? Evidence from 506(c) filings, *Journal of Small Business Management*, 59:2, DOI:10.1080/00472778.2020.1849715 <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00472778.2020.1849715>.

Pereira, Clara Martins (2019), *A regulação do crowdfunding de capital no ordenamento jurídico português*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, *A regulação do crowdfunding de capital (ucp.pt)*.

Wilson, Karen, Testoni, Marco (2014), *Improving the role of equity Crowdfunding in Europe’s Capital Markets*, Bruegel Policy Contribution.

Pereira, Jorge Brito (2023), *Contratos Bancários*, 1a edição, Coimbra, Almedina.

Tomboc, Gmeleen Faye (2013), The Lemons Problem In Crowdfunding, 30 *J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.*253.

Reichenbach, F., Walther (2021), M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure, *Financ Innov* 7, 54, <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>.

Schwienbacher, Armin (2018), Entrepreneurial risk-taking in crowdfunding campaigns, *Small Bus Econ* 51, <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9965-4>.

Akerlof, George A. (1970), The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, JSTOR, <https://doi.org/10.2307/1879431>.

Kwoka, John E (2005), The federal trade commission and the professions: A quarter century of accomplishment and some new challenges, *Antitrust Law Journal*, vol. 72, no. 3, <http://www.jstor.org/stable/40843654>.

Vismara, Silvio, (2018), Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42 (3), <https://doi.org/10.1111/etap.12261>.

Kameda, T. and Hastie, R. (2015), Herd Behavior. In *Emerging Trends in the Social and Behavioral Sciences* (eds R.A. Scott and S.M. Kosslyn). <https://doi.org/10.1002/9781118900772.etrds0157>.

Araújo, Fernando (2009), *Introdução à Economia – I*, Lisboa, 3a edição, Coimbra, Almedina.

Pinelli, Michele; Cappa, Francesco; Franco, Stefano, Peruffo, Oriani, Raffaele (2022),

Too Much of Two Good Things: Effects of Founders' Educational Level and Heterogeneity on Start-Up Funds Raised, in *IEEE Transactions on Engineering Management*, vol. 69, no. 4 doi: 10.1109/TEM.2020.2991607.

Signori, Andrea; Vismara, Silvio (2018), Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms, *Journal of Corporate Finance*, Volume 50, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018>.

Ahlers, Gerrit KC; Cumming, Douglas; Günther, Christina; Schweizer, Denis (2015), Signaling in Equity Crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Volume 39 (issue 4), <https://doi.org/10.1111/etap.12157>.

Hilderbrand, T., Puri, M., & Rocholl, J. (2017), Adverse incentives in crowdfunding. *Management Science*, 63(3), <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2339>.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Stanislav Cseminski, Elena Cojocari, Andreea Ionica (2022), Exploring the Crowdfunding Opportunities for HE Innovative Projects, *International Journal of Economics and Statistics*, vol. 10.

Macchiavello, Eugenia, Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, Legal commentaries, Part II: The Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: an article-by-article analysis, 13 Dec 2022

Ferretti, Fabio (2022), Legal issues in the obligations for an effective governance of crowdfunding service providers, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing

Duarte, Pereira Diogo (2022), O Regulamento Europeu de Crowdfunding: risco de intermediação e conflitos de interesses. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, v. LXIII, n. 1 e 2

Duarte, Diogo Pereira (2022), O Regulamento Europeu de Crowdfunding: Risco de intermediação e conflitos de interesses, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing

Duarte, Diogo Pereira (2022), Investor protection and information to clients, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing

De Smet, J. (2022), Between investor protection and access to crowdfunding: A commentary on Article 21 of the European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation, in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing

Louisse, M. (2022), Due diligence of project owners (Art. 5), in: Macchiavello, E. (Ed.), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Edward Elgar Publishing