

# REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE LISBOA

---

LISBON LAW REVIEW



Número Temático: Tecnologia e Direito

ANO LXIII

2022

NÚMEROS 1 E 2

REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO  
DA UNIVERSIDADE DE LISBOA  
Periodicidade Semestral  
Vol. LXIII (2022) 1 e 2

LISBON LAW REVIEW

---

#### COMISSÃO CIENTÍFICA

Alfredo Calderale (Professor da Universidade de Foggia)  
Christian Baldus (Professor da Universidade de Heidelberg)  
Dinah Shelton (Professora da Universidade de Georgetown)  
Ingo Wolfgang Sarlet (Professor da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul)  
Jean-Louis Halpérin (Professor da Escola Normal Superior de Paris)  
José Luis Díez Ripollés (Professor da Universidade de Málaga)  
José Luís García-Pita y Lastres (Professor da Universidade da Corunha)  
Judith Martins-Costa (Ex-Professora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul)  
Ken Pennington (Professor da Universidade Católica da América)  
Marc Bungenberg (Professor da Universidade do Sarre)  
Marco Antonio Marques da Silva (Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)  
Miodrag Jovanovic (Professor da Universidade de Belgrado)  
Pedro Ortego Gil (Professor da Universidade de Santiago de Compostela)  
Pierluigi Chiassoni (Professor da Universidade de Génova)

---

#### DIRETOR

M. Januário da Costa Gomes

---

#### COMISSÃO DE REDAÇÃO

Paula Rosado Pereira  
Catarina Monteiro Pires  
Rui Tavares Lanceiro  
Francisco Rodrigues Rocha

---

#### SECRETÁRIO DE REDAÇÃO

Guilherme Grillo

---

#### PROPRIEDADE E SECRETARIADO

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa  
Alameda da Universidade – 1649-014 Lisboa – Portugal

---

#### EDIÇÃO, EXECUÇÃO GRÁFICA E DISTRIBUIÇÃO

##### LISBON LAW EDITIONS

Alameda da Universidade – Cidade Universitária – 1649-014 Lisboa – Portugal

---

ISSN 0870-3116

---

Depósito Legal n.º 75611/95

Data: Outubro, 2022

- 
- M. Januário da Costa Gomes  
9-16 Editorial

## ESTUDOS DE ABERTURA

- 
- Guido Alpa  
19-34 On contractual power of digital platforms  
*Sobre o poder contratual das plataformas digitais*
- 
- José Barata-Moura  
35-62 Dialéctica do tecnológico. Uma nótula  
*Dialectique du technologique. Une notule*

## ESTUDOS DOUTRINAIS

- 
- Ana Alves Leal  
65-148 Decisões, algoritmos e interpretabilidade em ambiente negocial. Sobre o dever de explicação das decisões algorítmicas  
*Decisions, Algorithms and Interpretability in the Context of Negotiations. On the Duty of Explanation of Algorithmic Decisions*
- 
- Ana María Tobío Rivas  
149-215 Nuevas tecnologías y contrato de transporte terrestre: los vehículos automatizados y autónomos y su problemática jurídica  
*Novas tecnologias e contrato de transporte terrestre: veículos automatizados e autónomos e seus problemas jurídicos*
- 
- Aquilino Paulo Antunes  
217-236 Avaliação de tecnologias de saúde, acesso e sustentabilidade: desafios jurídicos presentes e futuros  
*Health technology assessment, access, and sustainability: present and future legal challenges*
- 
- Armando Sumba  
237-270 *Crowdfunding* e proteção do investidor: vantagens e limites do financiamento colaborativo de empresas em Portugal  
*Crowdfunding and investor protection: the advantages and limits of business crowdfunding in Portugal*
- 
- Diogo Pereira Duarte  
271-295 O Regulamento Europeu de *Crowdfunding*: risco de intermediação e conflitos de interesses  
*The European Crowdfunding Regulation: intermediation risk and conflicts of interests*
- 
- Eduardo Vera-Cruz Pinto  
297-340 Filosofia do Direito Digital: pensar juridicamente a relação entre Direito e tecnologia no ciberespaço  
*Digital Law Philosophy: thinking legally the relation between Law and Technology in the Cyberspace*



- 
- Francisco Rodrigues Rocha**  
341-364 O «direito ao esquecimento» na Lei n.º 75/2021, de 18 de Novembro. Breves notas  
*Le « droit à l'oubli » dans la loi n. 75/2021, de 18 novembre. Brèves remarques*
- 
- Iolanda A. S. Rodrigues de Brito**  
365-406 The world of shadows of disinformation: the emerging technological caves  
*O mundo das sombras da desinformação: as emergentes cavernas tecnológicas*
- 
- João de Oliveira Geraldés**  
407-485 Sobre a proteção jurídica dos segredos comerciais no espaço digital  
*On the Legal Protection of Trade Secrets in the Digital Space*
- 
- João Marques Martins**  
487-506 Inteligência Artificial e Direito: Uma Brevíssima Introdução  
*Artificial Intelligence and Law: A Very Short Introduction*
- 
- Jochen Glöckner | Sarah Legner**  
507-553 Driven by Technology and Controlled by Law Only? – How to Protect Competition  
on Digital Platform Markets?  
*Von Technologie getrieben und nur durch das Recht gebremst? – Wie kann Wettbewerbschutz auf  
digitalen Plattformmärkten gelingen?*
- 
- Jones Figueirêdo Alves | Alexandre Freire Pimentel**  
555-577 Breves notas sobre os preconceitos decisoriais judiciais produzidos por redes neurais  
artificiais  
*Brief notes about the judicial decisional prejudices produced by artificial neural networks*
- 
- José A. R. Lorenzo González**  
579-605 Reconhecimento facial (FRT) e direito à imagem  
*Facial recognition (FRT) and image rights*
- 
- José Luis García-Pita y Lastres**  
607-661 Consideraciones preliminares sobre los llamados *smart contracts* y su problemática  
en el ámbito de los mercados bursátiles y de instrumentos financieros [Las órdenes  
algorítmicas y la negociación algorítmica]  
*Considerações preliminares sobre os chamados smart contracts e os seus problemas no domínio dos  
mercados bolsistas e dos instrumentos financeiros [As ordens algorítmicas e a negociação  
algorítmica]*
- 
- Mariana Pinto Ramos**  
663-727 O consentimento do titular de dados no contexto da *Internet*  
*The consent of the data subject in the Internet*
- 
- Neuza Lopes**  
729-761 O (re)equilíbrio dos dois pratos da balança: A proteção dos consumidores perante  
os avanços no mundo digital – Desenvolvimentos recentes no direito europeu e  
nacional  
*(Re)balancing the scale: Consumer protection in the face of advances in the digital world – Recent  
developments in European and national law*

- 
- Nuno M. Guimarães**  
763-790 Sistemas normativos e tecnologias digitais: formalização, desenvolvimento e convergência  
*Normative systems and digital technologies: formalization, development, and convergence*
- 
- Paulo de Sousa Mendes**  
791-813 Uma nota sobre Inteligência Artificial aplicada ao Direito e sua regulação  
*A Note on Artificial Intelligence in Legal Practice and Its Regulation*
- 
- Renata Oliveira Almeida Menezes | Luís Eduardo e Silva Lessa Ferreira**  
815-838 *Cyberbullying* por divulgação de dados pessoais  
*Cyberbullying by doxxing*
- 
- Rui Soares Pereira**  
839-865 Sobre o uso de sistemas de identificação biométrica (e de tecnologias de reconhecimento facial) para fins de segurança pública e de aplicação coerciva da lei: reflexões a propósito da proposta de regulamento europeu sobre a inteligência artificial  
*On the use of biometric data systems (and facial recognition technologies) for security and law enforcement purposes: reflections on the proposal for the european regulation on artificial intelligence*
- 
- Rute Saraiva**  
867-930 Segurança Social, Direito e Tecnologia – Entre *Rule-as-Code* e a personalização  
*Social Security, Law and Technology – Between rule-as-Code and personalization*

## VULTOS DO(S) DIREITO(S)

- 
- Alfredo Calderale**  
933-969 Augusto Teixeira de Freitas (1816-1883)

## JURISPRUDÊNCIA CRÍTICA

- 
- A. Barreto Menezes Cordeiro**  
973-981 Anotação ao Acórdão *Meta Platforms* – TJUE 28-abr.-2022, proc. C-319/20  
*Commentary to the Meta Platforms Judgment – CJEU 28-apr.-2022 proc. C 310/20*
- 
- Rui Tavares Lanceiro**  
983-999 2020: um ano histórico para a relação entre o Tribunal Constitucional e o Direito da UE – Um breve comentário aos Acórdãos do Tribunal Constitucional n.º 422/2020 e n.º 711/2020  
*2020: A landmark year for the relationship between the Constitutional Court and EU law – A brief commentary on the Constitutional Court judgments 422/2020 and 711/2020*

## VIDA CIENTÍFICA DA FACULDADE

- 
- J. M. Sérvulo Correia**  
1003-1007 Homenageando o Doutor Jorge Miranda  
*Homage to Professor Dr. Jorge Miranda*

- **Jorge Miranda**  
1009-1016 Nótula sobre os direitos políticos na Constituição portuguesa  
*Notice about Political Rights in the Portuguese Constitution*

#### LIVROS & ARTIGOS

- **M. Januário da Costa Gomes**  
1019-1024 Recensão à obra *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, de Guido Alpa

# ***Crowdinvesting e proteção do investidor: vantagens e limites do financiamento colaborativo de empresas em Portugal***

## ***Crowdinvesting and investor protection: the advantages and limits of business crowdfunding in Portugal***

---

Armando Sumba\*

**Resumo:** O financiamento tradicional comporta inúmeras limitações justificadas, principalmente pela significativa assimetria informativa entre os financiadores e os financiados (*maxime* PME e *startups*) e a ausência de colaterais ou garantias de que os credores necessitam. Esta situação gerou um grande vazio de financiamento destas empresas, vazio esse que, entretanto, se agravou após a crise financeira internacional.

As soluções do *crowdinvesting*, resultados de *FinTech*, constituem uma *alternativa inovadora e viável para a obtenção de capital*, representando inequivocamente uma grande oportunidade para o preenchimento do *funding gap* das empresas.

Apesar das vantagens que lhe são associadas, este mecanismo alternativo de financiamento comporta riscos de natureza diversa, suscetíveis de corroer a confiança dos investidores e, consequentemente, comprometer a viabilidade deste modelo de negócios. Nesta medida, a regulação desempenha um papel crucial, no

**Abstract:** Traditional financing has numerous limitations justified mainly by the significant information asymmetry between financiers and the financed (*maxime* SMEs and *startups*) and the absence of collateral that creditors need. This situation has generated a large funding gap for these companies, a gap that, in the meantime, has worsened after the international financial crisis.

Crowdinvesting solutions are an innovative and viable alternative for raising capital and represent a great opportunity to fill the funding gap of companies.

Despite the advantages associated with it, this alternative financing mechanism carries various risks that may erode investor confidence and consequently compromise the viability of this business model. To this extent, regulation plays a crucial role in seeking a balance between the promotion of financial innovation and the protection of investors who need security related to invested capital and attractive investment conditions.

---

\* Docente da Faculdade de Direito de Bissau, mestre e doutorando em Ciências Jurídico-Económicas, na especialidade de Direito Financeiro e Económico Global, pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

sentido de procurar equilíbrio entre a promoção da inovação financeira e a proteção de investidores em financiamento colaborativo, que necessitam de segurança relacionada com os capitais investidos e condições de investimento atrativas.

**Palavras-chave:** Crowdfunding, *crowdfunding*, financiamento colaborativo, financiamento alternativo, *FinTech*.

**Keywords:** Crowdfunding, crowdfunding, alternative finance, FinTech.

**Sumário:** 1. *Crowdfunding*: Introdução e enquadramento conceptual. 2. Principais benefícios, riscos e limites: 2.1 Preenchendo o *gap* do financiamento empresarial. 2.2 Principais benefícios. 2.3 As condições da oferta e do investimento: Riscos, limitações e proteção de investidores. 3. Conclusões.

## 1. *Crowdfunding*: Introdução e enquadramento conceptual

O mercado de *crowdfunding*<sup>1</sup> tem registado notáveis desenvolvimentos nos últimos anos, tendo sido angariados, *maxime* através das modalidades de *crowdfunding*, biliões de Euros a nível global. Ele é atualmente um crucial meio alternativo de obtenção de recursos financeiros por parte de empresas com dificuldades de acesso aos mecanismos tradicionais de financiamento, principalmente *startups* e Pequenas e Médias Empresas (PME) ou pequenos investidores.

Este novo método “democrático” de financiamento, que representa um dos mais conhecidos subsectores da indústria de *FinTech*<sup>2</sup>, criou oportunidades de aproximação

---

<sup>1</sup> Ou financiamento colaborativo, de acordo com a terminologia legal adotada em Portugal.

<sup>2</sup> Resultante da junção dos vocábulos *financial* e *technology*, literalmente tecnologia financeira em português. *FinTech* descreve um conjunto de inovações tecnológicas no domínio financeiro e com implicações no alargamento do acesso aos produtos e serviços financeiros. Com efeito, *FinTech* traduz-se na utilização de tecnologias para fornecer serviços financeiros diversos. Esta é a ideia central, devendo-se ter em conta a dificuldade de apresentação de um conceito integral e universal, que cubra todas as áreas deste fenómeno. Isto é assim na medida em que falar de *FinTech* é falar de uma realidade ampla que incorpora diversos segmentos e modelos de negócios distintos entre si. Sobre o conceito de *FinTech*, cf. igualmente PETJA IVANOVA, *Cross-border regulation and fintech: are transnational cooperation agreements the right way to go?*, Uniform Law Review, Vol. 24, Issue 2, 2019, p. 369, disponível em <https://academic.oup.com>; HÉLDER ROSALINO, *FinTech e Banca Digital*, in *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de



entre entidades ou pessoas que procuram recursos financeiros e entidades ou pessoas com recursos para emprestar, investir ou doar, contactos esses que se tornariam difíceis do ponto de vista de funcionamento do mercado de crédito tradicional.

O *crowdfunding* consubstancia, assim, um meio alternativo de captação de recursos para o financiamento de um projeto, empresa ou uma causa específica, através do qual o seu beneficiário (pessoa singular ou coletiva) recorre a um conjunto indeterminado de financiadores (multidão ou *crowd*) por via de publicitação nas plataformas eletrónicas acessíveis através de *internet*<sup>3</sup>.

---

Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), 2.<sup>a</sup> edição, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 9 e 10; JOÃO FREIRE DE ANDRADE & MARGARIDA MENDES DA MAIA, *Fomentar a RegTech: o futuro da regulação financeira*, in *FinTech II: Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), Almedina, Coimbra, 2019, p. 11; LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, “P2P lending”, in *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), 2.<sup>a</sup> edição, Almedina, Coimbra, 2019, p. 323; LEONILDO MANUEL & JACINTO MANUEL, *FinTech: Experiências e Desafios no contexto africano*, in *Escritos sobre FinTech e Corporate Finance: Experiências e Desafios no contexto africano*, AAFDL Editora, Lisboa, 2019, p. 29 e WORLD BANK & CCAF, *Fintech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications & Potential Interventions*, 2020, p. 9, disponível em <https://www.jbs.cam.ac.uk>.

<sup>3</sup> Cf. entre outros, C. STEVEN BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, N.º 1, 2012, p. 10, disponível em SSRN: <https://ssrn.com>; FLAVIO PICHLER & ILARIA TEZZA, *Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review*, in *Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*, Roberto Bottiglia & Flavio Pichler (Editors), Palgrave Macmillan, Verona, 2016, p. 6; MARCELLO BOFONDI, “Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi”, in *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional papers), N.º 375, 2017, p. 7, disponível em <https://www.bancaditalia.it>; ARMIN SCHWIENBACHER & BENJAMIN LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Forthcoming, 2010, p. 4, disponível em SSRN: <https://ssrn.com>; ETHAN MOLLICK, *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, *Journal of Business Venturing* 29, 2014, p. 2, disponível em <https://www.sciencedirect.com>; DIOGO PEREIRA DUARTE, *Financiamento colaborativo de capital (Equity-crowdfunding)*, in *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), 2.<sup>a</sup> edição, Almedina, Coimbra, 2019, p. 266; LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdfvestment: o Regresso ao Futuro?*, in *Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2017, p. 327; INÉS DIAS LOPES, *Equity Crowdfunding. A governação da sociedade financiada*, in *Revista de Direito das Sociedades*, N.º 4, Almedina, Coimbra, 2018, p. 728; LUÍS ROQUETE GERALDES & FRANCISCA SEARA CARDOSO, *Uma revolução chamada crowdfunding*, in *IV Congresso de Direito de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2016, p. 493; LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, *P2P lending*, ob. cit., p. 324; VASCO COSTA, *A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “crowdfunding” – em especial, o caso português*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, CMVM, 2018, p. 8, disponível em <http://www.cmvm.pt>; ANA BROCHADO, *Success Drivers of Sports Crowdfunding Campaigns*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*,

Dependendo de regulamentações de cada país, o *crowdfunding* pode assumir diversas modalidades, sendo comum a enunciação das quatro que se seguem: (i) financiamento colaborativo através de donativo (*donation-based crowdfunding*)<sup>4</sup>, (ii) financiamento colaborativo com recompensa (*reward-based crowdfunding*)<sup>5</sup>, (iii) financiamento colaborativo de capital (*equity-based crowdfunding*)<sup>6</sup> e (iv) financiamento colaborativo por empréstimo (*loan-based crowdfunding*)<sup>7</sup>, muitas vezes designado de *crowdlending* ou *P2P lending*<sup>8</sup>.

---

n.º 57, 2017, p. 68, disponível em <https://www.cmvm.pt> e MARIANA MIRRADO CANAS, “*Crowdfunding: Uma nova forma de financiamento das sociedades – enquadramento geral e Direito Comparado*”, RDFMC, Vol. I, n.º 5, 2019, p. 527.

<sup>4</sup> Uma das modalidades do *crowdfunding* social, destinado a financiar principalmente o chamado empreendedorismo social, sem fins lucrativos. No *crowdfunding* através de donativo, o financiamento efetuado pelo investidor não implica distribuição ou retribuição de benefícios particulares pelo empreendedor aos investidores, já que nele o investidor identifica-se com a causa e por isso aplica o seu recurso sem esperar qualquer benefício ou retribuição direta. Porém, deve-se notar que ainda que haja alguma contrapartida, essa não é pecuniária. Aqui, a filantropia tem um papel de relevo. Deve ser assinalado, no entanto, que o altruísmo em presença se encontra especificamente relacionado com a finalidade do financiamento e não com o projeto em si. Neste sentido, não deixa de ser *crowdfunding* através de donativo se o projeto financiado tiver fins lucrativos.

<sup>5</sup> Caracteriza-se pelo facto de o financiamento implicar o recebimento de um retorno material não financeiro (produto ou serviço financiado) pelo investidor, como contrapartida do financiamento obtido pelo beneficiário. Enfatiza-se também aqui que no *crowdfunding* com recompensa o maior relevo não está no valor económico da recompensa, mas sim na contribuição e incentivo de quem financia. Vide igualmente, ANA SÁ COUTO & FREDERICO ROMANO COLAÇO, *O equity crowdfunding e os meios alternativos de financiamento*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, Madrid, n.º 39, 2015, p. 130; FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, 2.ª Edição, Almedina, Lisboa, 2019, p. 58; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, in Revista Eletrónica de Direito – junho 2015 – n.º 2, p. 15, disponível em <https://cije.up.pt>.

<sup>6</sup> Esta é uma das modalidades de *crowdinvesting* em que o financiamento implica para o investidor o recebimento de uma contrapartida, através de participação no capital social da entidade financiada, distribuição de dividendos ou partilha de lucros desta entidade. Sobre a caracterização do *crowdfunding* de capital, vide também DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., pp. 265-268; FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, ob. cit., p. 60; LEONILDO MANUEL, *Experiências de Crowdfunding em África*, in Escritos sobre FinTech e Corporate Finance: Experiências e Desafios no contexto africano, AAFDL Editora, Lisboa, 2019, pp. 96; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades*, ob. cit., p. 15.

<sup>7</sup> Aquele em que o financiamento do investidor é remunerado através do pagamento dos juros fixados no momento da angariação. Cf., com mais desenvolvimentos, LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, *P2P lending*, ob. cit., p. 324; ROBERTO BOTTIGLIA, *Competitive Frontiers in P2P Lending Crowdfunding*, in *Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*, Roberto Bottiglia & Flavio Pichler (Editors), Palgrave Macmillan, 2016, pp.

O presente estudo orbita em torno das duas últimas modalidades de financiamento de empresas (*crowdfunding* por empréstimos e de capital) que, quando globalmente referenciadas, recebem a designação de *crowdinvesting*<sup>9/10</sup>. Na literatura financeira surgem ainda outras designações para referir estas duas modalidades de financiamento colaborativo, tais como: *Crowdfunding* remunerado, *crowdfunding* financeiro, *crowdfunding* de investimento, *crowdfunding* comercial ou *crowdfunding* lucrativo. Estas terminologias são empregues para se contrapor às modalidades de *crowdfunding* social, não destinadas a obter contrapartidas financeiras, devido às motivações que as acompanham<sup>11</sup>, seja *crowdfunding* através de donativo ou *crowdfunding* com recompensa<sup>12/13</sup>.

---

61 e ss; SHARATH CHANDUPATLA & MANAL SHAH, *Peer-to-peer lending and equity-based crowd funding status quo and the leap forward*, Nirma University Law Journal, 9(1), 2019, p. 104, disponível em <https://heinonline.org>; RAINER LENZ, *Peer-to-peer lending: Opportunities and risks*, European Journal of Risk Regulation (EJRR), 7(4), 2016, p. 689, disponível em <https://heinonline.org>; ERIC C. CHAFFEE & GEOFFREY C. RAPP, *Regulating online peer-to-peer lending in the aftermath of dodd-frank: In search of an evolving regulatory regime for an evolving industry*, Washington and Lee Law Review, 69(2), 2012, p. 491, disponível em <https://heinonline.org>.

<sup>8</sup> Cf. LUÍS ROQUETE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, *P2P lending*, ob. cit., p. 324; LUÍS ROQUETE GERALDES & FRANCISCA SEARA CARDOSO, *Uma revolução chamada crowdfunding*, ob. cit., p. 496; VASCO COSTA, *A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “crowdfunding” – em especial, o caso português*, ob. cit., p. 9 e ANA BROCHADO, *Snapshot da Indústria de Crowdfunding na Europa*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 59, CMVM, 2018, p. 40, disponível em <http://www.cmvm.pt>.

<sup>9</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, *Financiamento colaborativo de capital (Equity-crowdfunding)*, ob. cit., p. 268; LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?*, ob. cit., p. 336; FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, ob. cit., p. 25 e MARIANA MIRRADO CANAS, *Crowdfunding: Uma nova forma de financiamento das sociedades – enquadramento geral e Direito Comparado*, ob. cit., p. 530.

<sup>10</sup> Releva-se também que são estas duas modalidades de financiamento colaborativo que se encontram abrangidas pelo Regulamento Europeu relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades. Portanto, excluem-se do âmbito de aplicação do referido regulamento as modalidades do chamado *crowdfunding* social (financiamento colaborativo através de donativo e financiamento colaborativo com recompensa), as quais continuarão a regular-se pelas legislações nacionais. Cf. o artigo 1.º do Regulamento Europeu 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 347/1, de 20.10.2020. Sobre o assunto, vide igualmente MIGUEL RODRIGUES LEAL, *O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)*, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 55, enero-abril de 2021, p. 100.

<sup>11</sup> Sobre as motivações em *crowdfunding* de natureza social, cf. AFSANEH BAGHERI, HASTI CHITSAZAN & ASHKAN EBRAHIMI, *Crowdfunding motivations: A focus on donors’ perspectives*, *Technological Forecasting and Social Change*, Volume 146, 2019, disponível em <https://www.sciencedirect.com>; SUNGHAN RYU, JOOYOUNG PARK, KEONGTAE KIM & YOUNG-GUL KIM, *Reward versus Altruistic Motivations in Reward-Based Crowdfunding*, *International Journal of Electronic Commerce*, 24:2,

Neste contexto, emprega-se a expressão *crowdinvesting* para referir os modelos de investimento colaborativo através dos quais o financiamento obtido do investidor é remunerado através de participação deste no capital social do financiado, distribuição de dividendos ou partilha de lucros (*equity-crowdfunding*) ou ainda mediante pagamento de juros (*crowdlending*)<sup>14</sup>. No caso específico de *crowdinvesting*, a captação de recursos a que fizemos referência na definição de *crowdfunding* visa o financiamento de atividades e/ou projetos empresariais.

Não obstante o papel e as vantagens geralmente associadas ao investimento colaborativo, este é acompanhado de riscos gerais de intermediação financeira e riscos que lhe são específicos. Este facto justifica relevantes intervenções regulatórias a nível global, em ordem a encetar mecanismos jurídicos destinados a promover o desenvolvimento desse mercado, através de medidas tendentes à proteção da posição jurídica dos investidores.

---

2020, disponível em DOI: 10.1080/10864415.2020.1715531; ELIZABETH M. GERBER & JULIE HUI, *Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation*, ACM Transactions on Computer-Human Interaction, Vol. 20, Issue 6, 2013, disponível em 10.1145/2530540; INÉS ALEGRE & MELINA MOLESKIS, *Beyond Financial Motivations in Crowdfunding: A Systematic Literature Review of Donations and Rewards*, VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations, 2019, disponível em <https://doi.org/10.1007/s11266-019-00173-w> e ANA BROCHADO, *Success Drivers of Sports Crowdfunding Campaigns*, ob. cit., p. 70.

<sup>12</sup> Cf. RAINER LENZ, *Peer-to-peer lending: Opportunities and risks*, ob. cit., p. 689; FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, ob. cit., pp. 56 e ss; VASCO COSTA, *A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou “crowdfunding” – em especial, o caso português*, ob. cit., p. 8; ANA BROCHADO, *Success Drivers of Sports Crowdfunding Campaigns*, ob. cit., p. 68; MARIANA MIRRADO CANAS, *Crowdfunding: Uma nova forma de financiamento das sociedades – enquadramento geral e Direito Comparado*, ob. cit., p. 530 e EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape*, 2014, pp. 4 e 5, disponível em <https://ec.europa.eu>.

<sup>13</sup> Releva-se que o *crowdfunding* não se destina apenas a obter financiamento empresarial ou à realização de fins lucrativos ou comerciais. Aliás, na sua origem, o *crowdfunding* desenvolveu-se nas modalidades de donativos e recompensa. Ele é ainda uma ferramenta útil para a prossecução de variados fins, nomeadamente para o financiamento de projetos artísticos, projetos musicais, cinemas, apoios sociais, campanhas políticas ou eleitorais, publicação de livros, projetos de investigação científica, etc. Daqui decorre, portanto, que o *crowdfunding* pode ser utilizado como instrumento de desenvolvimento de atividades de tipo lucrativo assim como de filantropia e cultura. Cf. LEONILDO MANUEL, *Experiências de Crowdfunding em África*, ob. cit., pp. 93 e 94.

<sup>14</sup> DIOGO PEREIRA DUARTE, *Financiamento colaborativo de capital (Equity-crowdfunding)*, ob. cit., p. 239; LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?*, ob. cit., p. 336; LARS HORNUF & ARMIN SCHWIENBACHER, *Internet-Based Entrepreneurial Finance: Lessons from Germany*, California Management Review, Vol. 60(2), 2018, p. 151, disponível em <http://eds.b.ebscohost.com> e PAUL BELLEFLAMME, NESSRINE OMRANI & MARTIN PEITZ, *Understanding the Strategies of Crowdfunding Platforms*, Journal for Institutional Comparisons, CESifo DICE Report, volume 14, N.º 2, 2016, p. 6, disponível em <https://www.ifo.de>.

Nas linhas que se seguem, procuramos analisar os potenciais benefícios do investimento colaborativo para os investidores e empresas que procuram colmatar as suas necessidades de financiamento; de seguida, centramo-nos na análise do regime jurídico português relacionado com as condições da oferta, do investimento colaborativo e mecanismos de proteção de investidores, disciplinado principalmente pela Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que define o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (RJFC) e pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2016, aplicável especificamente às modalidades de *crowdfunding* objeto do presente estudo.

Estamos, portanto, perante um dilema regulatório que é o de procurar um equilíbrio entre a promoção da inovação financeira, com as vantagens que lhe são associadas, e a proteção de investidores em financiamento colaborativo, que necessitam de segurança relacionada com capitais investidos e condições de investimento atrativas.

## 2. Principais benefícios, riscos e limites

### 2.1. Preenchendo o *gap* do financiamento empresarial

Tal como esboçado na introdução deste estudo, as atividades de *crowdfunding* desempenham um papel vital no processo de financiamento empresarial. Por financiamento temos em vista os recursos financeiros de que uma empresa necessita para se envolver em investimento relacionado com o desenvolvimento da sua atividade empresarial<sup>15</sup>. Os recursos em referência estão geralmente disponíveis no mercado de crédito tradicional (principalmente através dos bancos e do mercado de capitais) ou através de investidores profissionais (capital de risco e *business angels*)<sup>16</sup>.

Sucede, porém, que o financiamento tradicional comporta inúmeras limitações. Desde logo, a significativa assimetria informativa entre as instituições financeiras tradicionais e os segmentos de *startups* e PME, por um lado, e a ausência de colaterais ou garantias de que os credores necessitam, por outro, são algumas das principais razões que justificam atitudes menos recetivas relativamente a estas empresas, levando os bancos e investidores a evitá-las ou a propor empréstimos com taxas

---

<sup>15</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE & JOÃO FREIRE DE ANDRADE, *Breves notas sobre o financiamento de start-ups e a sua regulação*, in FinTech II: Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), Almedina, Coimbra, 2019, p. 219.

<sup>16</sup> Sobre o financiamento societário, cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª Edição, Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2018, pp. 39 e ss e 121 e ss.



excessivamente altas e excludentes (ainda que tenham baixo risco de crédito)<sup>17</sup>. Em suma, um elevado número de *startups* e PME apresenta-se “inelegível” pelas instituições financeiras tradicionais por não se adaptar ao perfil de crédito traçado por estas.

Na verdade, este facto contrasta com a realidade do ecossistema empresarial em todo o mundo. Assim, por exemplo, na Europa, o segmento de empresas de pequena e média dimensão tem prestado relevantes contribuições para a dinamização das economias europeias, em especial no que respeita à geração de emprego e contribuição para o PIB. De acordo com *Annual Report on European SMEs 2018/2019*<sup>18</sup>, existiam mais de 25 milhões de PME na Europa em 2018, representando 99,8% de todas as empresas não financeiras europeias, 66,6% ou 2/3 do volume de emprego e 54,4% do PIB europeu. Em Portugal, o tecido empresarial é composto na sua quase totalidade por PME. Segundo os dados do Instituto Nacional de Estatística referentes ao ano de 2018<sup>19</sup>, existe em Portugal um total de 1.278.164 empresas não financeiras, sendo 1.276.965 PME, equivalente a 99,9% de empresas portuguesas. Elas contribuem com 78,6% do emprego gerado em Portugal.

Por estes valores se percebe a significativa importância das PME nas economias europeias e portuguesa. No entanto, apesar desta reconhecida importância, as PME apresentam problemas específicos, que limitam um relacionamento saudável de negócios com os credores e potenciais investidores, deparando-se, por isso, com severas limitações no acesso ao financiamento, conforme se referiu *supra*.

A esta dificuldade de acesso ao crédito pelas *startups* e PME, somou-se ainda a mais recente crise financeira internacional, com início em 2007, que implicou enormes restrições no acesso ao crédito por parte destas empresas<sup>20</sup>. Neste contexto, o *crowdfunding* pode ser uma fonte viável e eficaz de financiamento para *startups*

---

<sup>17</sup> DAISUKE TSURUTA, *Bank loan availability and trade credit for small businesses during the financial crisis*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 55, 2015, p. 42, disponível em <https://www.sciencedirect.com> e WORLD BANK & CCAF, *Fintech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications & Potential Interventions*, já citado, p. 9.

<sup>18</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION, *Annual Report on European SMEs 2018/2019: Research & Development and Innovation by SMEs*, 2019, p. 17, disponível em <https://ec.europa.eu>.

<sup>19</sup> Cf. INE, *Empresas em Portugal 2018*, publicada em fevereiro de 2020 e disponível em [www.ine.pt](http://www.ine.pt). Ainda para uma análise abrangente, cf. os elementos estatísticos constantes no PORDATA, disponíveis em <https://www.pordata.pt>.

<sup>20</sup> Cf. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*, first half 2009, pp. 12 e 13, disponível em <https://www.ecb.europa.eu> e CCAF, *The European Alternative Finance Benchmarking Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance at the University of Cambridge Judge Business School, Cambridge, p. 20, disponível em <https://www.jbs.cam.ac.uk>.

e PME<sup>21</sup>. Com efeito, as soluções de *crowdfunding* representam inequivocamente uma grande oportunidade para o preenchimento do *funding gap* resultante da crise financeira, como também do vazio deixado pelos bancos e investidores profissionais quanto ao financiamento de empresas consideradas menos atrativas<sup>22</sup>.

Até 2017, a indústria do financiamento alternativo registou um crescimento exponencial em todo o mundo<sup>23</sup>, tendo sido angariados em 2017, de acordo com o estudo de *Cambridge Centre for Alternative Finance*, \$419 biliões a nível global. Trata-se de um crescimento de 44% com relação a 2016 (\$290 mil milhões)<sup>24</sup>. Já a partir de 2018 esse volume mundial tem registado declínios devido ao abrandamento de financiamento digital na China<sup>25</sup>, líder mundial do mercado de financiamento alternativo *online*. Assim, esse volume mundial foi, sucessivamente, de \$305 mil milhões em 2018, \$176 mil milhões em 2019 e \$114 mil milhões em 2020<sup>26</sup>.

Em Portugal, foi possível angariar, através de *crowdfunding*, \$29,542,365.22 e \$18,475,527.93 em 2019 e 2020, respetivamente<sup>27</sup>.

---

<sup>21</sup> CCAF, *The European Alternative Finance Benchmarking Report*, já citado, p. 20.

<sup>22</sup> Sobre o *funding gap*, cf. SETH ORANBURG, *Bridgefunding: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance*, ob. cit., p. 412; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *O papel das startups na FinTech e o ciclo de financiamento de startups*, ob. cit., pp. 257 e 258 e DIOGO PEREIRA DUARTE & JOÃO FREIRE DE ANDRADE, *Breves notas sobre o financiamento de start-ups e a sua regulação*, ob. cit., pp. 221 e ss; VINCENZO CAPIZZI & EMANUELE MARIA CARLUCCIO, *Competitive Frontiers in Equity Crowdfunding: The Role of Venture Capitalists and Business Angels in the Early-Stage Financing Industry*, in *Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*, Roberto Bottiglia & Flavio Pichler (Editors), Palgrave Macmillan, Verona, 2016, pp. 119 e ss; VERONICA DE CRESCENZO, "The Role of Equity Crowdfunding in Financing SMEs: Evidence from a Sample of European Platforms Agents", in *Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*, Roberto Bottiglia & Flavio Pichler (Editors), Palgrave Macmillan, Verona, 2016, pp. 160 e ss; FLAVIO PICHLER & ILARIA TEZZA, "Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review", ob. cit., p. 37; LIAM COLLINS & YANNIS PIERRAKIS (2012) "The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business" Working Paper R2/2011. London: Nesta, p. 18, disponível em <https://www.researchgate.net/publication/> e ALAN TOMCZAK & ALEXANDER BREM, "A conceptualized investment model of *crowdfunding*", *Venture Capital*, 15:4, p. 336, disponível em <https://doi.org>.

<sup>23</sup> Cf. JÖRG ROCHOLL, "An Introduction to Crowdfunding", *Journal for Institutional Comparisons*, CESifo DICE Report, volume 14, N.º 2, p. 3, disponível em <https://www.ifo.de>.

<sup>24</sup> CCAF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report: Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*, Cambridge Centre for Alternative Finance at the University of Cambridge Judge Business School, Cambridge, p. 34, disponível em <https://www.jbs.cam.ac.uk>.

<sup>25</sup> Provocado pelas alterações legislativas introduzidas em 2018.

<sup>26</sup> Cf. CCAF, *The 2<sup>nd</sup> Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance at the University of Cambridge Judge Business School, Cambridge, p. 35, disponível em <https://www.jbs.cam.ac.uk>.

<sup>27</sup> Cf. CCAF, *The 2<sup>nd</sup> Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, já citado, p. 191.

## 2.2. Principais benefícios

Olhando o modo como funciona o setor financeiro tradicional, vemos com mais clareza os benefícios ou vantagens associados aos mecanismos de financiamento através de *crowdfunding*. Em geral, o *crowdfunding* particulariza-se por ser um modelo simples ou menos burocrático, menos custoso, flexível e rápido na conclusão do processo de financiamento.

Estas incontestáveis vantagens, que muito contribuíram para o crescimento de modelos de financiamento alternativo *online* e consequente alargamento do acesso aos serviços financeiros, serão aqui abordadas essencialmente em quatro perspetivas: (i) na perspetiva dos financiados, (ii) na dos investidores, (iii) na das plataformas eletrónicas de intermediação e, finalmente, (iv) na perspetiva dos reguladores e decisores de políticas públicas.

Do ponto de vista dos financiados, as atividades de *crowdfunding* têm produzido notáveis benefícios financeiros e não financeiros, nomeadamente a nível dos domínios que enunciamos nos pontos que se seguem:

- a) Promoção da inclusão financeira das empresas como PME e *startups* que evoluíam à margem do mercado de crédito tradicional. Com as atividades de *crowdfunding*, estas empresas viram aumentadas as oportunidades de preenchimento da *equity gap* que referimos anteriormente, através do acesso a um conjunto de investidores, diversificados e dispersos geograficamente, interessados no projeto a que, de outro modo, seria difícil aceder. A esta vantagem soma-se ainda o facto de a prestação de garantias, habitualmente exigível para se aceder às fontes tradicionais de capital, deixar de se tornar uma condição indispensável para a obtenção de recursos financeiros<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Cf. JACK R. MAGEE, “Peer-to-Peer Lending in the United States: Surviving after Dodd-Frank”, North Carolina Banking Institute, 15, p. 145, disponível em <https://heinonline.org>; RYAN TAYLOR, “Equity-based Crowdfunding: Potential Implications for Small Business Capital”, SBA Office of Advocacy, Issue Brief N.º 5, p. 344, disponível em <https://www.sba.gov/sites>; ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER, “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, IOSCO Staff Working Paper SWP3/2014, p. 21, disponível em <https://www.iosco.org/>; ANA SÁ COUTO & FREDERICO ROMANO COLAÇO, “O *equity crowdfunding* e os meios alternativos de financiamento”, in *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, Madrid, N.39, p. 131, disponível em <https://www.uria.com/documentos/>; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Research report on financial technologies (FinTech)*, p. 14, disponível em <https://www.iosco.org/>; WORLD BANK GROUP, *Crowdfunding’s Potential in the Caribbean: A Preliminary Assessment*, p. 22, disponível em <https://elibrary.worldbank.org/> e WORLD BANK, *Crowdfunding’s Potential for the Developing World*, Washington, DC. World Bank, p. 26, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org>.

- b) Baixo custo do crédito e das operações de ofertas de subscrição, devido à ausência de custos de intermediação tradicional. Nas operações de *crowdfunding*, as taxas de juro e as comissões de contratação são consideravelmente menores quando comparadas com as da banca tradicional<sup>29</sup>. Na base disso estão os baixos custos operacionais das plataformas de intermediação em *crowdfunding*, cujos processos e operações assentem exclusivamente em ferramentas eletrónicas, através da *internet*. Assim, por exemplo, as plataformas de *crowdfunding* não incorrem nos altos custos resultantes de cumprimento de exigências regulatórias, nomeadamente a nível de produção e disseminação de informações, exigência de requisitos patrimoniais, nem incorrem nos custos de contratação de arrendamentos ou de construção de instalações de funcionamento, diversamente do que acontece com os bancos tradicionais, por não utilizarem estruturas físicas<sup>30</sup>.
- c) Simplicidade e rapidez na conclusão dos processos de financiamento, devido a reduzidas burocracias e documentações exigíveis. No caso do financiamento clássico, além de várias burocracias procedimentais, ao mutuário são ainda exigidos colaterais. Outro ganho de eficiência das atividades de *crowdfunding* resulta do uso de processos simples, transparentes e céleres de obtenção do financiamento<sup>31</sup>. Em consequência da reduzida complexidade de mecanismos de *crowdfunding*, muitos mutuários que seriam simplesmente rejeitados pela banca tradicional devido aos altos riscos associados (conformemente à avaliação feita por estes) são aceites pelas plataformas de *crowdfunding*. Isto é assim na medida em que os critérios de avaliação de riscos diferem substancialmente face aos dos bancos, embora isso não implique necessariamente a aceitação de clientes de alto risco<sup>32</sup>.

---

<sup>29</sup> Cf. ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER, “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, ob. cit., p. 21; MARCELLO BOFONDI, “Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi”, ob. cit., p. 15; WORLD BANK & CCAF, *Fintech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications & Potential Interventions*, já citado, p. 12, e ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Research report on financial technologies (FinTech)*, ob. cit., p. 14.

<sup>30</sup> Cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, “Crowdfunding e Crowdfundament: o Regresso ao Futuro?”, ob. cit., pp. 341 e 342 e LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, “P2P lending”, ob. cit., p. 331.

<sup>31</sup> Neste sentido, RAINER LENZ, “Peer-to-peer lending: Opportunities and risks”, ob. cit., p. 697 e WORLD BANK & CCAF, *Fintech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications & Potential Interventions*, já citado, p. 12.

<sup>32</sup> Cf. RAINER LENZ, “Peer-to-peer lending: Opportunities and risks”, ob. cit., p. 697.

- d) Flexibilidade das plataformas de *crowdfunding*. Em muitos casos, as plataformas permitem aos mutuários o cancelamento dos contratos de empréstimo, antecipadamente, sem penalidades<sup>33</sup>. Paralelamente, a flexibilidade oferecida pelas plataformas pode resultar das cláusulas contratuais de alterabilidade das condições da oferta, na medida em que os beneficiários de financiamento as podem prever em momento anterior a cada oferta<sup>34</sup>. A título de exemplo, em Portugal, resulta do artigo 9º RJFC a possibilidade de os beneficiários de financiamento preverem a alteração dos montantes indicados no contrato e do respetivo prazo de angariação, desde que previsto previamente e comunicado aos investidores.
- e) Limitação e controlo de riscos. A entrada de novos sócios para a empresa através de campanhas de *crowdfunding* implica a partilha de riscos de negócios com os beneficiários, que deixam de assumir todo o risco associado ao negócio<sup>35</sup>. Relacionados com isto estão os ganhos de eficiência dos investimentos provenientes do seu acompanhamento pelos investidores. Este facto contribui sobremaneira para elevar a confiança dos investidores atuais e potenciais relativamente à empresa. Acrescenta-se que esta vantagem é reforçada pelo interesse das plataformas no sucesso das iniciativas de negócios por elas promovidas, já que esse mesmo sucesso determina, por seu turno, o sucesso da plataforma.
- f) Ganhos de visibilidade da empresa. A publicitação e intervenção de vários investidores dispersos geograficamente pode gerar ganhos de visibilidade da empresa para além da sua área habitual de atividade<sup>36</sup>.
- g) Além dos recursos financeiros de que necessitam as empresas, o *crowdfunding* apresenta também vantagens financeiras indiretas. Assim, por exemplo, a publicitação de iniciativas de negócios pela utilização de redes de comunicação constituídas pelas plataformas (*i*) constitui uma forma viável de *marketing* e promoção de negócios subjacentes e oferece aos empreendedores a oportunidade de testarem a aceitação do produto pelo mercado antes de se lançarem em investimentos significativos em

---

<sup>33</sup> Cf. RAINER LENZ, “Peer-to-peer lending: Opportunities and risks”, ob. cit., p. 697.

<sup>34</sup> Cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, “*Crowdfunding e Crowdfunding*: o Regresso ao Futuro?”, ob. cit., pp. 342 e FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, ob. cit., p. 84.

<sup>35</sup> Cf. INÊS DIAS LOPES, “Equity Crowdfunding. A governação da sociedade financiada”, in *Revista de Direito das Sociedades*, N.º 4, Almedina, Coimbra, p. 737.

<sup>36</sup> Cf. igualmente LUÍS GUILHERME CATARINO, *Crowdfunding e Crowdfunding*: o Regresso ao Futuro?, ob. cit., p. 342.



produção, lançamento do produto e distribuição; (ii) gera o efeito de melhoramento de ideias, pela possibilidade de obter *feedback* e orientações específicas do público e dos investidores com “expertise” ou experiências, de que os empreendedores podem beneficiar; e (iii) possibilita aos investidores tomarem conhecimento do progresso dos negócios dos beneficiários, podendo gerar efeitos positivos no financiamento das futuras iniciativas de negócios, na fidelização dos investidores e na promoção dos negócios atuais através de redes de investidores<sup>37</sup>.

As atividades de *crowdfunding* apresentam igualmente importantes ganhos de eficiência para os investidores. Com efeito, nos países com maior sucesso de mecanismos alternativos de financiamento *online*, o investimento colaborativo de empréstimos e de capital tem gerado variadas oportunidades para os investidores, dentre as quais se apresentam as mais relevantes, conforme se segue:

- a) O investimento em *crowdfunding* oferece aos investidores um potencial de retorno financeiro elevado devido a taxas de juros mais rentáveis comparativamente àquelas oferecidas pelos bancos nos depósitos<sup>38</sup>. Assim, o modelo oferece ganhos de rentabilidade dos investimentos e grande diversidade de opções para investir. Paralelamente, existem vantagens ligadas aos menores custos de cobrança de dívidas de entidades financiadas e que podem ficar sob a responsabilidade da plataforma em caso de incumprimento do mutuário<sup>39</sup>.
- b) O financiamento através de *crowdfunding* apresenta ainda vantagens associadas à possibilidade de diversificação dos riscos de portfólio de investimentos, através de aplicação de capitais em diferentes segmentos

---

<sup>37</sup> Sobre o assunto, cf. igualmente DIOGO PEREIRA DUARTE & JOÃO FREIRE DE ANDRADE, “Breves notas sobre o financiamento de *start-ups* e a sua regulação”, ob. cit., p. 240; LUÍS GUILHERME CATARINO, “*Crowdfunding* e *Crowdinvestment*: o Regresso ao Futuro?”, ob. cit., p. 342; ANA SÁ COUTO & FREDERICO ROMANO COLAÇO, “O *equity crowdfunding* e os meios alternativos de financiamento”, ob. cit., p. 131; INÊS DIAS LOPES, “Equity Crowdfunding. A governação da sociedade financiada”, ob. cit., p. 738; ANA BROCHADO, “*Snapshot* da Indústria de *Crowdfunding* na Europa”, ob. cit., p. 37; VIRGINIA ROBANO, “Case study on crowdfunding”, *OECD SME and Entrepreneurship Papers*, N.º 4, OECD Publishing, Paris, p. 13, disponível em <https://www.oecd-ilibrary.org/economics/>; WORLD BANK, *Crowdfunding’s Potential for the Developing World*, ob. cit., p. 26 e WORLD BANK GROUP, *Crowdfunding’s Potential in the Caribbean: A Preliminary Assessment*, ob. cit., p. 23.

<sup>38</sup> LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, “*P2P lending*”, ob. cit., p. 332.

<sup>39</sup> Cf. JACK R. MAGEE, “Peer-to-Peer Lending in the United States: Surviving after Dodd-Frank”, ob. cit., p. 143; MARCELLO BOFONDI, “Il *lending-based crowdfunding*: opportunità e rischi”, ob. cit., pp. 15 e 16 e LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, “*P2P lending*”, ob. cit., pp. 332 e 333.

de mercado ou modelos de negócios prosseguidos pela plataforma<sup>40</sup>. Por outro lado, os investidores podem evitar a concentração de riscos mediante a sua partilha com os financiados, já que aqueles investem pequenos montantes em várias empresas e estes últimos, por seu turno, satisfazem as suas necessidades de financiamento através dos recursos financeiros provenientes de vários investidores. Ademais, este método alternativo de financiamento, sendo completamente digital, aumenta a possibilidade de um investidor ter conhecimento de várias oportunidades de investimento em pouco intervalo de tempo, uma vez que, ao contrário dos investimentos tradicionais, os portfólios *online* estão acessíveis, a qualquer momento, para os investidores<sup>41</sup>.

- c) Outro aspeto importante no domínio das vantagens do *crowdinvesting* tem a ver com a “democratização” da qualidade do investidor. No âmbito do *crowdinvesting*, a qualidade do investidor e o mercado passam a ser “democratizados” em consequência da diversidade e dispersão geográfica dos interessados no financiamento do projeto ou negócio. Nesta ordem de ideias, todas as pessoas, sejam elas investidores qualificados ou não, investidores profissionais ou não, incluindo aquelas com baixos recursos, poderão beneficiar das oportunidades de investimento<sup>42</sup>, diversamente do que sucede no mercado de crédito tradicional, em que um número limitado de investidores tem acesso ao mercado de capitais (investidores profissionais).

Todas estas vantagens fazem com que o *crowdinvesting* se apresente como um investimento bastante atrativo para um número significativo de investidores. Também do ponto de vista das plataformas eletrónicas de intermediação em *crowdinvesting* registam-se vantagens de custo benefício concernentes à rentabilidade

---

<sup>40</sup> Cf. JACK R. MAGEE, “Peer-to-Peer Lending in the United States: Surviving after Dodd-Frank”, ob. cit., p. 143; MARCELLO BOFONDI, “Il *lending-based crowdfunding*: opportunità e rischi”, ob. cit., p. 15; LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, “*P2P lending*”, ob. cit., pp. 332 e 333; LUÍS GUILHERME CATARINO, “*Crowdfunding e Crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?*”, ob. cit., p. 343; ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER, “*Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*”, ob. cit., p. 21 e ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Research report on financial technologies (FinTech)*, ob. cit., p. 14.

<sup>41</sup> Cf. WORLD BANK, *Crowdfunding’s Potential for the Developing World*, ob. cit., p. 26.

<sup>42</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 284; LUÍS GUILHERME CATARINO, “*Crowdfunding e Crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?*”, ob. cit., p. 342; INÊS DIAS LOPES, “Equity Crowdfunding. A governação da sociedade financiada”, ob. cit., p. 737 e WORLD BANK GROUP, *Crowdfunding’s Potential in the Caribbean: A Preliminary Assessment*, ob. cit., p. 24.

de suas atividades, devido aos baixos custos operacionais, quando comparados com os da intermediação tradicional.

Tal como referido anteriormente, a aplicação de recursos e ferramentas de comunicação completamente digitais, sem que seja necessário arcar com os custos ligados à utilização de infraestruturas físicas locais, as regulamentações tendencialmente flexíveis, o acesso a informação em massa e o processamento automatizado da mesma justificam que as plataformas apresentem baixos custos operacionais e uma taxa de rentabilidade equivalente à dos bancos<sup>43</sup>. Associado a esta vantagem está o enorme potencial destas plataformas manterem um elevado nível de competitividade no mercado, conseguindo apresentar aos investidores ofertas e condições de investimento atrativas e disponibilizar recursos financeiros aos beneficiários em curto intervalo de tempo e com menores taxas de juro.

Os reguladores de mercados financeiros também constituem, sem dúvida, um dos beneficiários das atividades de *crowdfunding*. Isto é assim na medida em que, estando as atividades das plataformas assentes em modelos de negócios desenvolvidos com ferramentas digitais, os reguladores financeiros conseguem ter acesso a dados e informações sobre os mercados de *crowdfunding* de forma transparente, tempestiva e sem restrições, podendo tratar as referidas informações com maior rigor, rapidez e a qualquer tempo<sup>44</sup>. Bem se vê que a transparência e a pontualidade garantida pela atividade de *crowdfunding* reforçam a eficiência da ação supervisora<sup>45</sup>.

Em geral, o *crowdfunding* estimula a cultura empreendedora e de inovação, aumenta a visibilidade dos empreendedores e revela-se bastante atrativo como forma de investimento, devido a menores custos de capital e de contratação para os empreendedores e o elevado potencial de retorno financeiro para os investidores<sup>46</sup>.

Merecem ainda realce algumas vantagens gerais geradas pelas atividades de *crowdfunding*, designadamente a nível de inclusão financeira, fomento da concorrência

---

<sup>43</sup> Cf. ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER, “*Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*”, ob. cit., p. 22 e LUÍS ROQUETTE GERALDES, JOÃO LIMA DA SILVA & FRANCISCA SEARA CARDOSO, “*P2P lending*”, ob. cit., p. 331.

<sup>44</sup> Algumas ferramentas como *big data* e *RegTech* ligadas a tecnologia de informações aumentam a capacidade de realização desta tarefa. Sobre estes assuntos, cf. ANA ALVES LEAL, “Aspetos jurídicos da análise de dados na internet (*big data analytics*) nos setores bancário e financeiro: proteção de dados pessoais e deveres de informação”, in *FinTech II: Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), Almedina, Coimbra, pp. 89-220.

<sup>45</sup> Cf. WORLD BANK GROUP, *Crowdfunding's Potential in the Caribbean: A Preliminary Assessment*, ob. cit., p. 25.

<sup>46</sup> Cf. MARCELLO BOFONDI, “*Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*”, ob. cit., p. 16.

(com relevantes benefícios para os beneficiários, investidores e plataformas) e promoção do crescimento económico inclusivo, contribuindo para o emprego, aumento da capacidade de investimento empresarial e para a geração da riqueza, devido ao investimento em projetos ou empresas que veem aumentado a sua necessidade de expansão económica e contratação do pessoal<sup>47</sup>.

### 2.3. As condições da oferta e do investimento: Riscos, limitações e proteção de investidores

Não obstante as vantagens que apresenta, nomeadamente a nível do alargamento do acesso ao financiamento, rapidez, simplicidade e transparência das suas operações e dos menores custos associados e conseqüente potencial do retorno financeiro, o *crowdfunding* envolve um conjunto de riscos de natureza diversa para os investidores, os mais comuns dos quais são indicados *infra*. Na base de tudo isto está o problema da informação assimétrica, principalmente entre os beneficiários e investidores, o que faz com que o *crowdfunding* esteja associado a vários riscos, que podem ser gerais à atividade de intermediação financeira ou específicos da atividade de *crowdfunding*<sup>48</sup>.

Em geral, como qualquer outra atividade financeira e à semelhança dos mecanismos tradicionais de financiamento, as entidades envolvidas em atividades de *crowdfunding* podem incorrer em perdas financeiras resultantes da ocorrência de riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, entre outros. No entanto, releva-se que alguns riscos são mais característicos da atividade de *crowdfunding*, podendo ocorrer nesta com maior probabilidade, embora não sejam exclusivos do financiamento colaborativo de investimento.

Os principais riscos com potenciais conseqüências negativas, *maxime* para os investidores, podem ser sumariados conforme se segue: (i) – riscos de inexperiência, (ii) – riscos de fraude, (iii) – riscos de iliquidez, (iv) – riscos de publicidade, (v) – risco de insolvência da entidade financiada ou da própria plataforma eletrónica, (vi) – riscos de conflito de interesses (vii) – riscos resultantes do “efeito manada”,

---

<sup>47</sup> Cf. VIRGINIA ROBANO, “Case study on crowdfunding”, ob. cit., p. 14; ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, ob. cit., p. 21 e 22; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD(2016) 154 final, de 3.5.2016, pp. 15 e 16, disponível em <https://ec.europa.eu/> e WORLD BANK, *Crowdfunding's Potential for the Developing World*, ob. cit., p. 26.

<sup>48</sup> Cf. JOAN MACLEOD HEMINWAY, “Securities Crowdfunding and Investor Protection”, *Journal for Institutional Comparisons*, CESifo DICE Report, volume 14, N.º 2, pp. 13 e 14, disponível em <https://www.ifo.de> e ANA BROCHADO, “Snapshot da Indústria de Crowdfunding na Europa”, ob. cit., pp. 55 e 56.

(viii) – riscos de branqueamento de capitais e do financiamento ao terrorismo e  
(ix) – riscos de utilização indevida de dados pessoais.

Para começar, existe um risco acentuado de inexperiência, em especial dos investidores a retalho em *crowdfunding*, dada a natureza diversificada dos investidores, que podem ser profissionais ou não profissionais, qualificados ou não qualificados. Assim, no caso específico de investidores comuns, a inexperiência e falta de conhecimento do mercado podem conduzir à tomada de decisões de investimentos de forma incorreta e sem ponderação dos riscos específicos do mercado<sup>49</sup>. Assim, como refere Diogo Pereira Duarte<sup>50</sup>, contrariamente ao que sucede no mercado de crédito tradicional, os investidores com estas características são frequentemente motivados por fatores alheios ao mercado, designadamente emocionais. Na verdade, por falta de literacia e experiência financeiras, os investidores não profissionais tendem a investir em determinados projetos, limitando-se às informações e narrativas disponibilizadas pelos promotores do projeto e confiando nas avaliações realizadas pelas plataformas<sup>51</sup>. Por oposição ao investimento tradicional, os pequenos ou limitados montantes de investimentos estão na base da ausência de realização da habitual *due diligence* sobre o objeto do investimento.

Embora seja reduzida, em razão de limitação dos montantes de investimentos<sup>52</sup>, a fraude pode ser igualmente uma especial fonte de risco para os investidores, sempre que a atividade da plataforma e os propósitos de angariação de fundos não sejam corretamente monitorizados. A utilização de tecnologias e programas informáticos que fazem com que a prestação de serviços de financiamento através de *crowdfunding* seja completamente digital pode gerar anonimato nas relações de financiamento, podendo o investidor desconhecer ou possuir poucas informações do mutuário. Nestas circunstâncias, podem a fraude e más práticas ocorrer tanto por parte de entidades gestoras de plataforma, como por parte de financiados, que podem recorrer a processos fraudulentos para obtenção de fundos para outros fins<sup>53</sup>. Por esta razão,

---

<sup>49</sup> Cf. VIRGINIA ROBANO, “Case study on crowdfunding”, ob. cit., p. 14 e ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER, “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, ob. cit., p. 27.

<sup>50</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 284.

<sup>51</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 285 e VIRGINIA ROBANO, “Case study on crowdfunding”, ob. cit., p. 14.

<sup>52</sup> MARCELLO BOFONDI, “Il *lending-based crowdfunding*: opportunità e rischi”, ob. cit., p. 17; FERNANDO BELEZAS, *Crowdfunding: Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo*, ob. cit., p. 27 (nota de rodapé n.º 12) e WORLD BANK, *Crowdfunding’s Potential for the Developing World*, ob. cit., p. 45.

<sup>53</sup> Cf. ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER (2014), “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, ob. cit., p. 26 e INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017), *Research report on financial technologies (FinTech)*, já citado, p. 16.



se torna relevante para as entidades gestoras de plataformas, a realização de *due diligence* mínima sobre o objeto do investimento e promotores do projeto.

O risco de iliquidez associado à atividade de *crowdfunding* explica-se pelo facto de os instrumentos de capital adquiridos através de plataformas terem liquidez bastante limitada no mercado secundário<sup>54</sup>. Com efeito, os investidores podem-se deparar com situações de falta de mercado para posteriormente negociarem os instrumentos financeiros ou créditos subscritos em financiamento colaborativo, havendo, ao mesmo tempo, poucas plataformas eletrónicas com mercado secundário disponível para os investidores<sup>55</sup>. E mesmo nos casos em que a plataforma disponha de tal mercado, podem ainda ter dificuldades em negociar os instrumentos ou créditos adquiridos em razão de negativo histórico de crédito do mutuário ou do limitado perfil da entidade financiada.

Tudo isto limita a possibilidade de saída ou desinvestimento para os investidores. A este risco acresce a incerteza na distribuição dos dividendos no caso de *equity-crowdfunding*, dado que muitas vezes as *startups* não distribuem dividendos, já que todo o capital é, em princípio, reinvestido para desenvolvimento do negócio, pelo que, na perspetiva do investidor, existe esta incerteza de quando receberá dividendos da empresa objeto de investimento<sup>56</sup>.

Uma vez que a campanha dirigida ao público é feita através de *upload* de vídeo de apresentação com as informações consideradas relevantes para o investidor, sendo o modelo de negócio assente em formato digital, existe, desde logo, um risco acentuado de publicidade derivado da possibilidade de as empresas beneficiárias disponibilizarem limitadas informações, em razão de pouco histórico operacional ou de mau histórico de crédito. Assim, os investidores podem não ser informados de forma adequada e transparente, inviabilizando a correta compreensão da natureza e riscos inerentes ao produto ou à empresa a financiar. Pelo exposto, uma informação

---

<sup>54</sup> Cf. PICHLER, FLAVIO & ILARIA TEZZA (2016), “Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review”, ob. cit., p. 22; ROBERTO BOTTIGLIA (2016), “Competitive Frontiers in P2P Lending Crowdfunding”, ob. cit., p. 81; DIOGO PEREIRA DUARTE & JOÃO FREIRE DE ANDRADE (2019), “Breves notas sobre o financiamento de *start-ups* e a sua regulação”, ob. cit., pp. 224 e 225; ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER (2014), “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, ob. cit., p. 27; VIRGINIA ROBANO (2018), “Case study on crowdfunding”, ob. cit., p. 15; LUÍS ROQUETE GERALDES & FRANCISCA SEARA CARDOSO (2016), “Uma Revolução Chamada *Crowdfunding*”, ob. cit., p. 510 e INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017), *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, já citado, p. 17.

<sup>55</sup> Por esta razão, algumas plataformas, como a *Circleup*, criam o seu próprio mercado secundário, o que possibilita aos investidores a negociação das suas participações ou empréstimos.

<sup>56</sup> Cf. LUÍS ROQUETE GERALDES & FRANCISCA SEARA CARDOSO (2016), “Uma Revolução Chamada *Crowdfunding*”, ob. cit., p. 510.

insuficiente ou enganosa pode conduzir à tomada de decisões de investimento de forma incorreta<sup>57</sup>.

Paralelamente, investir em empresas em fase inicial de desenvolvimento apresenta-se mais arriscado que o investimento em empresas em fase de desenvolvimento mais avançado, uma vez que estas últimas possuem estruturas de gestão mais sólidas e um historial de crédito mais longo. Esta situação aumenta a probabilidade de falhas de sucesso. E uma vez que o sucesso de empresas como *startups* depende do desenvolvimento de um novo produto ou serviço, que pode não encontrar um mercado, o risco de insolvência da empresa que comercializa o produto é bem maior<sup>58</sup>. Este risco é particularmente elevado na chamada fase de *seed valley of death*, em que muitas empresas “morrem” antes de atingirem outros estágios de desenvolvimento<sup>59</sup>. Muitas vezes, em caso de insolvência da entidade financiada, além de a carteira de créditos do investidor poder colocar-se numa situação de risco em termos de cobrança, os investidores em financiamento colaborativo não têm preferência relativamente aos outros credores da empresa.

Pode igualmente ocorrer a situação de insolvência da própria plataforma eletrónica de intermediação em *crowdfunding*, por várias razões, entre as quais as más práticas de gestão da entidade gestora. Note-se, neste particular, que a dimensão tendencialmente pequena de muitas empresas prestadoras de serviço de financiamento através de *crowdfunding* pode igualmente implicar a fraca detenção de estruturas de controlo e de governo, com repercussões potencialmente negativas para a sua subsistência.

Um outro aspeto associado ao risco de insolvência da plataforma e que merece igualmente realce é a incerteza jurídica quanto à lei a partir da qual o investidor poderá acionar mecanismos de recuperação de seus créditos em caso de incumprimento ou insolvência da entidade financiada<sup>60</sup>. A referida determinação pode não ser suficientemente clara. Esta situação é particularmente complexa quando uma

---

<sup>57</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017), *Research Report On Financial Technologies (Fintech)*, já citado, p. 16.

<sup>58</sup> Cf. ELEANOR KIRBY & SHANE WORNER (2014), “Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”, ob. cit., p. 25 e INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017), *Research Report On Financial Technologies (Fintech)*, já citado, p. 17.

<sup>59</sup> Cf. SETH ORANBURG (2015), “Bridgefunding: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance”, ob. cit., p. 412; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (2019), “O papel das *startups* na FinTech e o ciclo de financiamento de *startups*”, ob. cit. p. 260 e DIOGO PEREIRA DUARTE & JOÃO FREIRE DE ANDRADE, “Breves notas sobre o financiamento de *start-ups* e a sua regulação”, ob. cit., pp. 224.

<sup>60</sup> Cf. igualmente em INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Research Report On Financial Technologies (Fintech)*, já citado, p. 16.

plataforma sediada numa determinada jurisdição distribui empréstimos a beneficiários ou atribui participações sociais, dividendos ou lucros a investidores localizados noutras jurisdições.

A prestação de serviços financeiros através de *crowdfunding* pode também suscitar problemas de conflito de interesses potencialmente prejudiciais para os investidores e beneficiários de financiamento, nomeadamente quando as pessoas responsáveis pela gestão das plataformas participam das ofertas disponibilizadas nas plataformas por elas geridas<sup>61</sup>. Por outro lado, existem investidores que se limitam a seguir as ações de outros investidores no mercado: tomam decisões de investimento, concedendo empréstimos ou adquirindo participações em empresas por eles financiadas apenas porque outros investidores o fazem (“efeito manada”), não se preocupando previamente com a natureza e os riscos inerentes ao produto ou atividades que se propõem financiar.

Outros riscos potencialmente significativos a que se encontram expostas as operações de *crowdfunding* estão relacionados com a utilização das plataformas ou angariação de fundos para fins ilícitos, nomeadamente para a efetivação de operações de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo<sup>62</sup>. Com efeito, muitas plataformas de financiamento colaborativo não observam exaustivamente as exigências normativas em matéria de prevenção do branqueamento de capitais e do financiamento do terrorismo<sup>63</sup>. O anonimato das relações de financiamento em modelos de negócios *online*, a flexibilidade das plataformas de *crowdfunding* nos termos apontados anteriormente, a menor rigidez das regulamentações e das ações supervisoras, a insuficiência de normas preventivas específicas de branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo na área de atividade da plataforma, são alguns dos principais fatores que aumentam a exposição a esses riscos.

---

<sup>61</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Opinion on investment-based crowdfunding*, p. 11, disponível em <https://www.esma.europa.eu>.

<sup>62</sup> Cf. YEN-TE WU, “Fintech innovation and anti-money laundering compliance”, *National Taiwan University Law Review*, 12(2), pp. 233 e seguintes, disponível em <https://heinonline.org/>; LUÍS GUILHERME CATARINO, “*Crowdfunding e Crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?*”, ob cit., pp. 343 e EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, p. 18, disponível em <https://eba.europa.eu/sites/>.

<sup>63</sup> Cf. YEN-TE WU, “Fintech innovation and anti-money laundering compliance”, ob. cit., p. 233. Sublinha-se que as entidades gestoras das plataformas, enquanto entidades de intermediação em operações de financiamento, estão vinculadas ao cumprimento de deveres preventivos gerais, nomeadamente dever de controlo, de identificação e diligência, de comunicação, de abstenção, de recusa, de conservação, de exame, de colaboração, entre outros (nos termos da Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto).

Para a prevenção deste risco, diversas regulamentações impõem às entidades gestoras de plataformas eletrônicas de financiamento a definição e aplicação de políticas e procedimentos tendentes a prevenir que as plataformas sejam utilizadas para fins de branqueamento ou financiamento do terrorismo, devendo implementar boas práticas em matéria de identificação, avaliação, gestão, controlo e comunicação das operações suspeitas.

Por fim, a violação de dados pessoais dos clientes (financiados e investidores) constitui um risco associado às operações de *crowdfunding*. Como já se disse anteriormente, a prestação de serviços financeiros com recurso a canais digitais e em que seja necessário o tratamento e a utilização de dados pessoais, na sua maioria integrados nas chamadas *categorias especiais de dados pessoais*<sup>64</sup>, assentes em tecnologia de *big data*, envolve um enorme potencial risco de utilização de dados com desrespeito pelas regras de proteção de dados<sup>65</sup>. Ademais, para evitar as limitações legalmente impostas, algumas empresas decidem efetuar a anonimização de dados pessoais, por forma a afastar as regras de proteção aplicáveis e vendê-los a terceiros ou pseudonimizá-los, por forma a obter a moderação das exigências legais<sup>66</sup>.

Tomando consciência dos riscos ora analisados, a posição jurídica do investidor reclama uma enérgica tutela. Em geral, regulamentações flexíveis e adaptáveis à realidade concreta do ecossistema empresarial e que atenda às necessidades de financiamento de empresas, designadamente de pequena e média dimensão ou aquelas em fase inicial (ou de desenvolvimento), podem contribuir significativamente para o desenvolvimento da indústria de *crowdfunding*. No entanto, isto não deve implicar a desconsideração de regras e limitações que visam conferir proteção aos

---

<sup>64</sup> Cf. artigo 9.º do Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, relativo à proteção das pessoas singulares, no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados, conhecido por Regulamento Geral sobre a Proteção de Dados.

<sup>65</sup> LUÍS GUILHERME CATARINO, “*Crowdfunding e Crowdfunding: o Regresso ao Futuro?*”, ob. cit., p. 344.

<sup>66</sup> Sobre o assunto, cf. ANA ALVES LEAL, “Aspetos jurídicos da análise de dados na internet (*big data analytics*) nos setores bancário e financeiro: proteção de dados pessoais e deveres de informação”, ob. cit., pp. 119 e 120 e CARLOS MOURA, “FinTech e regulação no mercado bancário”, in *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), 2.ª edição, Almedina, Coimbra, p. 26. Em geral, sobre a necessidade de obtenção do consentimento do titular dos dados e direito de portabilidade, cf. A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, “O Consentimento do Titular dos Dados no RGPD”, in *FinTech II: Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), Almedina, Coimbra, pp. 33-59 e DIOGO PEREIRA DUARTE & ALEXANDRA GUSEINOV, “O direito de portabilidade de dados pessoais”, in *FinTech II: Novos Estudos sobre a Tecnologia Financeira*, António Menezes Cordeiro, Ana Perestrelo de Oliveira e Diogo Pereira Duarte (Coord.), Almedina, Coimbra, pp. 105-127.

investidores, sobretudo àqueles com pouco conhecimento e experiência do mercado. Isto é, garantir que os riscos sejam adequadamente atenuados e os investidores sejam suficientemente protegidos<sup>67</sup>.

Assim, para prevenir os riscos acima apresentados, a ordem jurídica portuguesa estabelece um conjunto de regras prudenciais e comportamentais e bem assim de organização interna, em ordem a conferir uma particular proteção ao investidor<sup>68</sup>. O núcleo fundamental do regime da proteção dos investidores assenta (i) em regras relativas ao acesso à atividade de intermediação e de organização e gestão; (ii) em regras de informação e (iii) em regras relativas às condições da oferta e de investimento.

Vejam os aspetos com mais detalhe.

#### a) Regras de acesso à atividade de intermediação e de organização e gestão

Antes de mais, resulta do artigo 15.º, n.º 1 do RJFC, e do artigo 3.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2016, doravante Regulamento da CMVM, que o acesso à atividade de *crowdinvesting* depende de registo prévio<sup>69</sup>, a efetuar junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), salvo os casos em que a plataforma seja gerida por intermediários financeiros autorizados, não fazendo sentido somar autorizações para a prática de atos da mesma natureza<sup>70</sup>.

---

<sup>67</sup> Deve-se assinalar, no entanto, que é possível seguir outras abordagens regulatórias, que atendem à dimensão do mercado e ao seu potencial de geração de riscos. Neste sentido, pequenos mercados de *crowdinvesting*, menos complexos e que apresentam riscos reduzidos devido à natureza das suas operações, podem optar pela via de abstenção de intervenção regulatória ou pela via de auto-regulação. Isto faz sentido sempre que estas opções permitam equilibrar as oportunidades de inovação financeira e os riscos que o setor apresenta. Para uma desenvolvida ideia sobre o assunto, vide CCAF, *Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey*, University of Cambridge Judge Business School & World Bank Group, p. 28 e ss, disponível em <https://www.jbs.cam.ac.uk> e WORLD BANK & CCAF, *Fintech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications & Potential Interventions*, já citado, p. 30.

<sup>68</sup> A experiência regulatória de modelos de *crowdinvesting* a nível global demonstra que os reguladores têm focado a ação regulatória principalmente em questões respeitantes à atividade, operações (em particular as ofertas) e gestão das plataformas. Veja-se, neste contexto, o Regulamento Europeu 2020/1503, já citado, em especial as normas estabelecidas nos artigos 19.º e seguintes, articulados com os Considerandos n.ºs 16 e 18 do mesmo regulamento. Sobre as normas de proteção de investidores, cf. MIGUEL RODRIGUES LEAL, *O Novo Regime Europeu dos Serviços de Financiamento Colaborativo (Crowdfunding)*, pp. 107 e ss. Vide igualmente as variadas obrigações legais impostas por vários reguladores e em várias jurisdições respeitantes ao investimento colaborativo através de *P2P lending* e *equity-crowdfunding* em WORLD BANK & CCAF, *Fintech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications & Potential Interventions*, já citado, pp. 47 e 49.

<sup>69</sup> Norma equivalente ao disposto no artigo 14.º do Regulamento Europeu 2020/1503, já citado.

<sup>70</sup> Neste sentido está igualmente DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 308.

A imposição de realização de registo visa garantir que as entidades gestoras das plataformas cumpram os requisitos para o exercício de atividade (artigo 15.º, n.º 2 do RJFC), nomeadamente (i) os relacionados com a exigência de capital social mínimo de €50.000, realizado à data da constituição da sociedade, (ii) seguro de responsabilidade civil adequado à atividade, ou qualquer outra garantia equivalente, que represente minimamente uma cobertura de €1.000.000 por sinistro e, globalmente, €1.500.000 para todos os sinistros que ocorram durante um ano ou combinação do capital social e seguro que resulte num grau de proteção equivalente e (iii) avaliação da idoneidade dos membros do órgão de administração ou gestão das entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento, conforme previsto no artigo 9.º do Regulamento da CMVM. Complementarmente, o registo na CMVM prossegue as finalidades da organização da ação supervisora sobre a atividade das plataformas.

O exercício de atividades de financiamento colaborativo sem registo constitui contraordenação grave nos termos do artigo 4.º da Lei n.º 3/2018, punível com coima entre €5000 e €1.000.000. O mesmo vale para os casos em que uma entidade, embora registada, exerça atividades de financiamento colaborativo fora do âmbito do seu registo. É o caso de uma plataforma eletrónica de financiamento colaborativo registada para prosseguir a modalidade de financiamento colaborativo com recompensa e que, apesar disso, faça intermediação correspondente a modalidade de financiamento colaborativo de empréstimo ou de capital. Isto é assim na medida em que o seu registo não permitiu a efetuação do controlo dos requisitos ligados a esta última modalidade específica, nomeadamente no que tange ao seu modelo específico de negócio, gerando por isso riscos operacionais suscetíveis de comprometer a confiança no sistema<sup>71</sup>.

Para além das regras acima referenciadas, as plataformas estão sujeitas a um conjunto de deveres de *organização e gestão sã e prudente* (artigo 10.º do Regulamento da CMVM). No que à proteção do investidor essencialmente respeita, as entidades responsáveis pela gestão das referidas plataformas deverão dotar-se de políticas e procedimentos internos escritos, adequados e eficazes, respeitantes ao controlo interno inerente à sua atividade, ao cumprimento das obrigações de prestação de informações aos investidores, prevenção de fraudes e de branqueamento de capitais e de financiamento ao terrorismo, tratamento de reclamações de investidores e de beneficiários (cujas políticas deverão manter-se disponíveis, a todo tempo, na plataforma para a

---

<sup>71</sup> São preocupações desta natureza que se encontram no espírito da norma contida nos artigos 4.º, n.º 2 RJFC e 4.º, n.º 1 i) do Regulamento da CMVM.



consulta), sistemas de contingência e continuidade de negócios e medidas de identificação e prevenção de ocorrência de conflitos de interesses (artigos 11.º e 21.º RJFC e 11.º do Regulamento da CMVM), devendo estas últimas medidas também manter-se disponíveis para consulta na plataforma.

A nosso ver, pretende-se com a norma do controlo interno criar, no seio das plataformas, uma estrutura de monitorização própria de um governo societário (sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas)<sup>72</sup>, integrando as funções de *compliance*, auditoria interna e controlo permanentes.

Relacionado com a prevenção de situações de conflito de interesses, o legislador português estabeleceu um conjunto de proibições motivado pela lógica de prevenção de atividades em conflito de interesse ou para evitar que os interesses das plataformas ou dos seus titulares e gestores conflituam com os dos seus clientes. Tais proibições constam dos artigos 5.º, n.º 2 e 21.º, n.º 3 RJFC e consistem em: (i) proibição de fornecer aconselhamento ou recomendações quanto aos investimentos a realizar através dos respetivos sítios ou portais na internet; (ii) proibição de compensar os seus dirigentes ou trabalhadores pela oferta ou volume de vendas de produtos disponibilizados; (iii) proibição de gerir fundos de investimento ou deter valores mobiliários; (iv) proibição de deter fundos ou instrumentos financeiros dos clientes.

Deve, no entanto, observar-se que tradicionalmente, os intermediários financeiros autorizados no âmbito do Código dos Valores Mobiliários (CVM) podem prestar este tipo de serviços<sup>73</sup> e que se a gestão de plataforma de *crowdfunding* estiver confiada a estes, nada impede o desenvolvimento das mesmas atividades, devendo neste caso observar as regras aplicáveis em matéria de prevenção de atividades em conflito de interesses.

Na linha do que precede e no que especificamente ao aconselhamento respeita, não vemos na proibição estabelecida no artigo 5.º, n.º 2, a) uma solução certa. Do

---

<sup>72</sup> Sobre o governo societário, cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, Reimpressão, Almedina Coimbra, p. 11. Ainda sobre *corporate governance*, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Do Governo das Sociedades: Flexibilização da dogmática continental”, in *Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles: 90 anos Homenagem da Faculdade de Direito de Lisboa*, Almedina, Coimbra, pp. 91-103; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I: Parte Geral*, 4.ª Edição, Almedina, Coimbra, pp. 799-811; PEDRO MAIA, “Corporate Governance em Portugal”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e Brasil*, Almedina, Coimbra, pp. 43-86 e ROBERT C. BIRD & STEPHEN KIM PARK, “Organic corporate governance”, *Boston College Law Review*, 59(1), p. 28, disponível em <https://heinonline.org>. Vide os estudos publicados em “Le Gouvernement d’Entreprise: Nouveaux Enjeux”, *Revue d’Économie Financière* 2018/2, n.º 130, disponível em <https://www.cairn.info>.

<sup>73</sup> Veja-se nomeadamente o disposto nos artigos 294.º e 312.º do CVM.

nosso ponto de vista, deve poder considerar-se o aconselhamento como parte do serviço de intermediação, devendo as entidades gestoras atuar no melhor interesse dos clientes e agir por forma a assegurar aos mesmos um tratamento transparente e equitativo.

De resto, não resulta do artigo 8.º do Regulamento Europeu 2020/1503, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades<sup>74</sup>, a proibição de fazer aconselhamentos ou recomendações. Assim, perante esta divergência com o que se consagra no regime interno, deve ser entendido que a consultoria de investimento em matéria de *crowdfunding* é uma atividade permitida por via do citado regulamento europeu<sup>75</sup>.

## b) Regras de informação

Considerando a necessidade de conceder especial tutela aos investidores, impõe-se que cada oferta seja previamente acompanhada de um conjunto de informações, as quais devem ser completas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e lícitas (artigo 19.º, n.º 3 RJFC) destinadas aos investidores, cujo cumprimento está diretamente a cargo dos beneficiários de financiamento. Estes últimos devem, por lei, prestar às entidades gestoras das plataformas a informação necessária, de modo a permitir que estas possam cumprir com as suas obrigações de informação conforme previsto no artigo 13.º do Regulamento da CMVM.

O essencial destas informações consta dum documento informativo autónomo, similar ao *prospeto* em ofertas públicas de valores mobiliários, designado de “informações fundamentais destinadas aos investidores de financiamento colaborativo” – IFIFC e similar à chamada “ficha de informação fundamental”, prevista nos artigos 23.º e 24.º do Regulamento Europeu relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades<sup>76</sup>.

Este documento contém, entre outras, informações relacionadas com os beneficiários do financiamento, atividade ou produto a financiar, fins do financiamento a angariar, o montante e o prazo para a angariação, o preço dos valores de cada unidade a subscrever ou a forma de determinação desse preço e bem assim

---

<sup>74</sup> Cf. Regulamento Europeu 2020/1503 do Parlamento Europeu e do Conselho de 7 de outubro de 2020, relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 347/1, de 20.10.2020.

<sup>75</sup> Neste sentido, autor Diogo Pereira Duarte pronuncia-se que, no âmbito da Proposta do Regulamento Europeu em matéria de *crowdfunding*, assinalou a divergência entre o artigo 5.º, n.º 2, a) do regime nacional e o artigo 7.º da proposta. Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 318.

<sup>76</sup> Cf. Regulamento Europeu 2020/1503, já citado.

algumas relevantes advertências aos investidores, nomeadamente quanto ao risco de perda parcial ou total dos montantes investidos, quanto ao risco de liquidez ou falta de mercado secundário para os instrumentos financeiros ou créditos por eles subscritos (artigos 19.º, n.º 1 RJFC e 16.º, n.º 2 do Regulamento da CMVM).

Além da exigência de a informação dever ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, ela deve ser redigida em língua portuguesa, *de modo sucinto e mediante o uso de linguagem não técnica, que não induza em erro e seja apreensível pelo financiador ou investidor médio* (artigo 16.º, n.º 5 do Regulamento da CMVM), devendo ser entregue ao investidor de forma gratuita, em momento prévio à aceitação deste e em relação a cada oferta (artigo 17.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM).

É a partir dos detalhes do IFIFC que o investidor declara no ato de subscrição da oferta que compreende as condições do negócio, com particular relevo para os riscos inerentes ao produto ou atividade que se propõe financiar e as relações estabelecidas com as plataformas e beneficiários do financiamento, em conformidade com o disposto no artigo 8.º do RJFC.

Subjacente a estas regras informacionais estabelecidas injuntivamente, está a ideia de facultar ao investidor um conjunto de elementos que lhe permita *formar juízos fundados sobre a oferta e sobre o beneficiário do investimento* de modo que aquele possa tomar uma decisão de investimento consciente e esclarecida, avaliando o risco associado a esta decisão.

Olhando para o regime português do *crowdfunding*, em especial para o disposto nos artigos 17.º, n.º 1 e 19.º, n.º 1 RJFC e bem assim para os artigos 13.º, 14.º e 16.º, n.º 1 do Regulamento da CMVM, não parece resultar de forma clara um dever de as plataformas realizarem *due diligence*, em ordem a avaliarem e comprovarem as informações que lhes são transmitidas<sup>77</sup>.

A lei limita-se a sujeitar os beneficiários de financiamento ao dever de prestarem informações às plataformas que, por sua vez, as disponibilizam aos investidores. Na linha do raciocínio de Vasco Costa, “às plataformas competirá apenas, e no essencial, *assegurar a circulação da informação entre os dois polos da cadeia de financiamento ou investimento*, solicitando-a junto dos beneficiários e divulgando-a junto dos membros do público através dos portais eletrónicos”<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> Recorde-se, neste particular, que a informação a remeter para os investidores obedece aos seguintes requisitos: ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita e apresentada em linguagem simples. Com efeito, é nomeadamente com relação à completude e veracidade da informação que se colocam maiores incertezas para os investidores.

<sup>78</sup> Cf. VASCO COSTA, “A regulação jurídica do financiamento colaborativo ou *“crowdfunding”* – em especial, o caso português”, ob. cit., p. 31.

Existe, desde logo, um risco significativo de os investidores tomarem decisões de investimento com base em informações desadequadas, insuficientes e não transparentes ou até mesmo fraudulentas. Ora, considerando as elevadas assimetrias informativas no investimento colaborativo, as plataformas deveriam estar sujeitas, de forma expressa, a um dever legal de realização de *due diligence* mínima, tanto sobre as informações que lhes são transmitidas, como sobre o objeto do investimento.

Deve-se, no entanto, referir que os riscos resultantes desta falta de consagração expressa do dever de realização de *due diligence* encontram-se razoavelmente superados pelo Regulamento Europeu relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades<sup>79</sup>. Assim, consta do artigo 5.º do referido regulamento, o dever de os prestadores de serviços de financiamento colaborativo realizarem *um nível mínimo de devida diligência relativamente aos promotores de projetos que propõem o financiamento do seu projeto através da plataforma de financiamento colaborativo*.

A imposição de realização deste dever visa essencialmente a obtenção de provas relacionadas com eventuais antecedentes criminais do promotor do projeto, em matéria de Direito de sociedades, de insolvência, de serviços financeiros, de luta contra o branqueamento de capitais, de fraude ou de responsabilidade profissional e assegurar que o mesmo não se encontra estabelecido numa *jurisdição não cooperante* ou num país terceiro considerado de risco elevado.

Assim, a norma estabelecida no artigo 5.º do Regulamento acima referido, aplica-se a todos os prestadores de serviços de financiamento colaborativo que estejam estabelecidos na União Europeia, conforme refere o artigo 3.º do mesmo.

Apesar do que se disse acima, deve-se ter em conta a distinção entre as entidades gestoras das plataformas autorizadas como intermediários financeiros e aquelas sem a referida autorização. No primeiro caso, isto é, se a entidade gestora atuar como intermediário financeiro no âmbito da sua atividade autorizada, pode ter de sujeitar-se, por identidade de razão com o que se encontra estabelecido no 149.º, n.º 1, al. g), do CVM, a responsabilidade pelos danos causados pela desconformidade do conteúdo do IFIFC com o disposto nos artigos 19.º, n.º 1 RJFC e 16.º, n.º 2 do Regulamento da CMVM. No segundo caso, a entidade gestora da plataforma eletrónica pode ter de sujeitar-se a responsabilidade, nos termos gerais de direito.

Adicionalmente, deve-se ter em conta que existem informações que devem ser disponibilizadas aos investidores por iniciativa das próprias entidades gestoras

---

<sup>79</sup> Cf. O Regulamento Europeu 2020/1503, já citado.

das plataformas. São, essencialmente, informações respeitantes ao registo prévio da plataforma na CMVM, informação sobre as ofertas em curso na plataforma com todos os seus elementos fundamentais<sup>80</sup>, informações relativas ao histórico dos projetos financiados (com os respetivos números e montantes), informações quanto ao preçário em uso pela plataforma e procedimentos de proteção de investidores em caso de insolvência, cessação de atividade e inatividade prolongada da entidade gestora, etc. (artigo 13.º do Regulamento da CMVM).

### c) Regras relativas às condições de oferta e do investimento

No que respeita à oferta e ao investimento, o regime jurídico português de financiamento colaborativo estabelece um conjunto de regras e limitações em ordem a minimizar os riscos de investimentos a realizar pelo financiador/investidor e assegurar que este compreenda as condições do negócio, nomeadamente quanto ao risco associado ao investimento e as relações que estabelece tanto com a plataforma de financiamento quanto com os beneficiários do investimento (artigo 8.º RJFC).

Debruçamo-nos, primeiro, sobre a questão das condições da oferta, para depois nos centrarmos na das condições de investimento. Desde logo, no contexto da oferta, importa ter em conta as seguintes condições fundamentais:

#### i. a regra de intermediação obrigatória e da exclusividade da oferta

O recurso ao financiamento através de *crowdinvesting* para o financiamento de atividades ou projetos requer a intermediação através de entidades gestoras de plataformas eletrónicas de financiamento. Essa obrigatoriedade de intermediação da oferta resulta, desde logo, do artigo 2.º RJFC, ao considerar o *crowdfunding* como um tipo de financiamento feito através de registo do seu beneficiário *em plataformas eletrónicas*. Adicionalmente, ao dispor que *cada oferta apenas pode ser disponibilizada numa única plataforma de financiamento colaborativo*, o artigo 18.º, n.º 3 RJFC deixa claro que a intermediação da oferta em sede de financiamento colaborativo é obrigatória, devendo a mesma ser acessível pelos investidores através de uma mesma plataforma.

Assim, entre os beneficiários que procuram financiamentos e os investidores que procuram rentibilidade de seus capitais há uma única intermediação.

---

<sup>80</sup> Nomeadamente a identidade do beneficiário, indicação da modalidade de financiamento, prazo, taxa de remuneração, montante total da oferta, percentagem do montante angariado, eventuais notações de risco, garantias prestadas, etc.

## ii. A regra da irrevogabilidade e da inalterabilidade da oferta

Ainda no que se refere às condições da oferta, retira-se do artigo 9.º, n.º 2 que, uma vez dirigida ao público, a oferta é irrevogável e inalterável. Subjacente a esta regra está a ideia de garantir aos investidores a certeza e segurança nas ofertas publicitadas ou disponíveis para subscrição.

Neste sentido, os montantes e prazos inicialmente indicados mantêm-se inalteráveis, salvo se a possibilidade de alteração estiver prevista na oferta cujas condições se pretende alterar. Neste caso, a possibilidade da sua alteração encontra-se sujeita à condição de ter sido inicialmente prevista – de forma expressa e previamente comunicada aos investidores.

## iii. A regra de *all-or-nothing* da oferta

Ligada à norma da irrevogabilidade da oferta está o modelo de *all-or-nothing*. Constitui este o modelo em que o financiado não conserva o valor angariado, a menos que o objetivo de angariação seja alcançado no prazo indicado na oferta. Assim, caso os montantes inicialmente indicados não sejam atingidos nos prazos definidos, consideram-se sem efeito os negócios entretanto celebrados, devendo o beneficiário de financiamento proceder à devolução dos montantes já recebidos.

Em sentido diverso, está o modelo de *keep-it-all*, em que o financiado conserva todo o valor angariado independentemente de ter atingido os montantes inicialmente definidos. Com efeito, sempre que a oferta preveja, expressa e previamente, a possibilidade de alteração dos montantes e dos prazos, está-se perante a estratégia de *keep-it-all*<sup>81</sup>.

O modelo de *all-or-nothing* da oferta é aquele que mais conforta os investidores. Isto é assim na medida em que quando o promotor do projeto (o financiado) aceita os montantes angariados situados abaixo do valor ou limite inicialmente considerado suficiente para a execução do projeto apresentado, o investidor pode ter de se preocupar com a rentabilidade ou viabilidade de seus investimentos, já que a insuficiência do montante angariado pode comprometer a qualidade e execução com sucesso do projeto financiado.

---

<sup>81</sup> Sobre os modelos de *all-or-nothing* e *keep-it-all*, cf. DOUGLAS J. CUMMING, GAËL LEBOEUF & ARMIN SCHWIENBACHER, “*Crowdfunding* Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing”, Forthcoming, Financial Management, disponível em SSRN: <https://ssrn.com>.



Como regra geral, em Portugal consagra-se a regra *all-or-nothing* (artigo 9.º, n.º 1 RJFC). No entanto, a lei confere aos promotores a liberdade de inserir previamente as cláusulas de tipo *keep-it-all*, não sendo permitida a alteração dos montantes mais que uma vez (artigo 9.º, n.º 3 RJFC). Destaca-se ainda, nesta matéria, que o modelo de *all-or-nothing* demonstra o comprometimento dos financiados na execução com sucesso do projeto apresentado aos investidores. O modelo apresenta-se igualmente mais transparente<sup>82</sup> e obriga o empreendedor a suportar o risco e incentiva os investidores a disponibilizar mais capital.

#### iv. Regra da disponibilização do IFIFC e da previsão do prazo da subscrição da oferta

No que respeita à execução da oferta, sublinha-se a obrigação de definição de um prazo para a subscrição. Trata-se do prazo dentro do qual os investidores interessados no financiamento do projeto podem tomar decisões de financiamento por via de subscrição da oferta. Enquanto decorrer o prazo em referência, o empreendedor mantém-se subordinado à decisão de investimento dos investidores, não podendo ser introduzida nenhuma alteração à mesma oferta<sup>83</sup>.

Por outro lado, como ficou assinalado na alínea b) do ponto 2.3, é exigível que a oferta seja acompanhada de um documento que a própria lei designa de IFIFC. É no ato de subscrição que o próprio investidor faz menção de que tomou conhecimento do teor desse documento, nomeadamente das advertências, em momento prévio à subscrição da oferta, conforme previsto no artigo 17.º, n.º 2, c) do Regulamento da CMVM.

#### v. A regra da limitação periódica de angariação

Já se disse anteriormente que quando se fala em financiamento através de *crowdivesting* tem-se fundamentalmente em vista o financiamento de empresas como *startups* e PME, que procuram mobilizar recursos financeiros para o preenchimento do vazio de financiamento necessário ao investimento associado ao seu produto ou atividade. Neste tipo de empresas, por serem entidades sem ou com pouco historial de crédito e em fase de desenvolvimento (*startups*), há uma certa preocupação em evitar a sua exposição ao excessivo endividamento.

---

<sup>82</sup> Cf. ANA BROCHADO, “Snapshot da Indústria de *Crowdfunding* na Europa”, ob. cit., p. 47.

<sup>83</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 313.

Para tal, a nível global, os reguladores procuraram dar resposta a um conjunto de questões, nomeadamente: quem pode recorrer ao financiamento através de *crowdfunding*? quais os limites máximos de angariação de fundos nas ofertas do *crowdfunding*? E com que frequência se pode recorrer a esta forma de financiamento?

Quanto à primeira questão, no caso português, a resposta está no artigo 7.º, n.º 1 RJFC. Isto é, podem recorrer ao financiamento através de *crowdfunding* quaisquer pessoas singulares ou coletivas, nacionais ou estrangeiras que procuram obter recursos financeiros para as suas atividades ou projetos. A resposta a esta questão ficou ainda mais clara no Regulamento Europeu relativo aos prestadores europeus de serviços de financiamento colaborativo às entidades, que prevê a possibilidade de o promotor de projeto poder ser uma pessoa singular ou coletiva que procura financiamento através de uma plataforma de financiamento colaborativo<sup>84</sup>.

No que aos limites diz respeito, cada oferta sujeita-se a um limite máximo de angariação fixado em 1 milhão de euros, limite esse alcançável através de uma única oferta ou através do somatório global de todas as ofertas realizadas na UE nos últimos doze meses<sup>85</sup> ou ainda a um limite máximo de angariação fixado em 5 milhões de euros, quando ela se destina, em exclusivo, a subscrição por investidores que sejam pessoas coletivas ou pessoas singulares com um rendimento anual igual ou superior a 70.000 euros, conforme resulta do 19.º, n.º 2 do Regulamento da CMVM, conjugado com o artigo 12.º, n.º 2, a) e b).

Alinhamos com Diogo Pereira Duarte<sup>86</sup> quando sublinha que a remissão feita pelo n.º 2 do artigo 19.º do Regulamento da CMVM *só pode ter sido um lapso*, devendo entender-se feita para as alíneas a) e c) do artigo 12.º, n.º 2, na medida em que, neste particular contexto, não são os investidores profissionais que requerem maior tutela, mas sim os investidores não profissionais correspondentes a pessoas singulares referenciadas na alínea b) da mesma disposição e que podem não ter suficiente conhecimento e experiência do mercado.

Sublinha-se, paralelamente, que as ofertas de valores mobiliários que ultrapassem o limite de 5 milhões sujeitam-se às disposições do CVM, casos em que passa a ser necessário a publicação e registo de prospeto, nos termos da mesma legislação<sup>87</sup>.

---

<sup>84</sup> Cf. o artigo 2.º, n.º 1, h) do Regulamento Europeu 2020/1503, já citado.

<sup>85</sup> Cf. artigo 19.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM.

<sup>86</sup> Cf. DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 313.

<sup>87</sup> DIOGO PEREIRA DUARTE, “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 309.

Já no contexto do investimento, também os investidores em financiamento colaborativo não podem ultrapassar determinados limites. Assim, cada investidor subscritor não poderá ultrapassar os limites de investimento de 3 mil euros por oferta ou de 10 mil euros no total dos produtos subscritos nos últimos doze meses.

Ainda no que se refere especificamente ao investimento, convém igualmente assinalar que determinados tipos de investidores se encontram isentos dos limiares mencionados acima, a saber: sejam pessoas coletivas, pessoas singulares com um rendimento anual igual ou superior a 70.000 euros e investidores qualificados (artigo 12.º, n.º 2).

Para lá dos limiares estabelecidos nos termos apresentados acima, a lei exige a demonstração de cumprimento dos mesmos. Com efeito, esta demonstração é feita com base em declarações escritas dos próprios subscritores, anexas ao IFIFC, conforme previsto no artigo 12.º, n.º 3 do Regulamento da CMVM.

Assinala-se ainda que, na decorrência da “democratização” do mercado de investimento e do estatuto de investidor, levado a cabo pelos mecanismos do financiamento colaborativo, não existe uma restrição geral dessa qualidade no âmbito de *crowdfunding*, pelo que todas as pessoas, singulares ou coletivas, sejam ou não investidores profissionais, podem investir em financiamento colaborativo, devendo ser observadas as regras quanto aos limites de investimento mencionados anteriormente e sendo certo que uma especial tutela se dirige aos investidores não profissionais em razão da sua iliteracia e inexperiência do mercado.

### 3. Conclusões

Perante as dificuldades de acesso às fontes de financiamento tradicionais, em muitos casos justificadas pelo problema da “bancabilidade” de muitas empresas (sobretudo *startups* e PME) e dos efeitos da mais recente crise financeira, que resultou na contração de crédito ou pelo menos nas alterações das suas condições, as soluções de *crowdfunding* representam atualmente uma alternativa inovadora e viável para a obtenção de capital, preenchendo o vazio deixado pelo sistema financeiro tradicional e ultrapassando as barreiras burocráticas e de localização geográfica.

Com efeito, o *crowdfunding* tem o potencial de gerar ganhos não só em termos económicos e financeiros (captação de capital necessário para a realização de atividades empresariais por parte dos financiados e obtenção de retorno financeiro elevado por parte dos investidores), como também sociais de significativa importância (estímulo ao emprego e coesão social). Através dele, o financiado obtém os recursos

financeiros junto do público em alternativa à mobilização de recursos junto de uma única entidade ou investidor.

Em Portugal, os desenvolvimentos legislativos em matéria de *crowdinvesting* tiveram início em 2015 com a Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, que aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, um quadro legislativo básico para todas as modalidades de *crowdfunding*. A mesma Lei viria a ser complementada, no que ao *crowdinvesting* especificamente respeita, pelo Regulamento CMVM n.º 1/2016, de 5 de maio, e pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro, que aprovou o Regime sancionatório aplicável ao desenvolvimento da atividade de financiamento colaborativo.

Atualmente, em Portugal, no que *crowdinvesting* respeita, a generalidade das plataformas registadas na CMVM presta serviços na modalidade de financiamento colaborativo de empréstimo, tendo a primeira plataforma deste tipo iniciado atividades em 2018.

À semelhança do que se passa em outros ordenamentos jurídicos, o quadro jurídico aplicável às atividades de investimento colaborativo em Portugal apresenta mecanismos que permitam efetivamente garantir a proteção e a confiança dos intervenientes em financiamento colaborativo. No entanto, algumas questões, cujo tratamento jurídico nos parece imprescindível, permanecem pouco tratadas.

Desde logo, *ictu oculi*, não parece ser possível concluir no sentido de existência de um dever legal de as entidades gestoras de plataformas realizarem *due diligence*, relativamente às informações que lhes são transmitidas ou sobre o objeto de investimento. Como já se disse, o legislador limita-se a sujeitar os beneficiários de financiamento ao dever de prestarem informações às plataformas, que, por sua vez, as disponibilizam aos investidores.

Todavia, considerando o efeito direto do Regulamento Europeu 2020/1503, deve-se ter em conta o artigo 5.º desse mesmo regulamento, que obriga as entidades gestoras de plataformas à realização de “*due diligence*” mínima sobre o objeto do investimento e promotores do projeto, estando, assim, os prestadores de serviços de financiamento colaborativo sujeitos a responsabilidade pela inobservância desse dever.

No que à prevenção de conflitos de interesses respeita, entendemos que as proibições estabelecidas no n.º 2 do artigo 5.º do RJFC devem ser articuladas com o disposto no artigo 8.º do Regulamento Europeu 2020/1503, do qual não resulta a proibição de fazer aconselhamentos ou recomendações.

Assim, uma vez que o aconselhamento é parte do serviço de intermediação e tomando em conta o princípio do primado do direito da União Europeia, entendemos que a consultoria é uma atividade permitida, devendo ser feita no melhor interesse do cliente.

Ademais, considerando a natureza diversificada dos investidores em *crowdfunding*, não se nos afigura suficiente a exigência de disponibilização da IFIFC. Isto é assim na medida em que, ainda que a IFIFC tenha de ser apresentada em língua portuguesa, *de modo sucinto e mediante o uso de linguagem não técnica*, permanece difícil a sua efetiva compreensão por um investidor sem ou com baixa literacia financeira. Acompanhamos, assim, Diogo Pereira Duarte<sup>88</sup> quando sustenta que a proteção do investidor de retalho ficou tratada de forma deficitária no quadro jurídico existente. Acompanhamos, do mesmo modo, o entendimento segundo o qual a educação financeira, nomeadamente o dever da realização prévia de testes de conhecimento e acompanhamento prévio dos investidores não qualificados pode contribuir grandemente para prevenir os riscos provenientes de falta de compreensão das condições do negócio.

---

<sup>88</sup> DIOGO PEREIRA DUARTE (2019), “Financiamento colaborativo de capital (*Equity-crowdfunding*)”, ob. cit., p. 321.